

Indholdsfortegnelse

FORORD	3
AFHANDLINGENS INDHOLD OG AFGRÆNSNING	4
PROBLEMFORMULERING	7
KAPITEL 1. DANMARK FØR 13. SELSKABSDIREKTIV	9
1.1 HISTORISK BAGGRUND	11
1.2 SELSKABERNES EJERSTRUKTUR	11
1.2.1 Retsgrundlaget for vedtægtsbestemte stemmerets- og omsættelighedsbe-grænsninger	13
1.3 UDVIKLINGEN I ANBEFALINGER OM GOD SELSKABSLEDELSE	14
1.3.1 <i>Comply or explain-princippet</i>	15
1.4 HVORFOR ER VEDTÆGTS- OG AFTALEMÆSSIGE BESTEMMELSER ET PROBLEM?	18
1.4.1 Aftalemæssige bestemmelser	20
1.4.1.1 Golden Parachutes	20
1.4.1.2 Poison Pills	21
1.5 OVERVEJELSER FOR OG IMOD AKTIEKLASSER	21
1.5.1 Aktieklasser som værn mod overtagelsesforsøg	22
1.5.2 Markedsmekanismernes indflydelse på vedtægts- og aftalemæssige bestemmelser	24
1.6 STEMMERETSBEGRÆNSNINGER	25
1.6.1 Stemmeloft	27
1.6.2 TDC-sagen	28
1.7 EJERBEGRÆNSNINGER	29
1.8 MERVÆRDI FOR A-AKTIERNE?	30
1.9 SAMMENFATNING PÅ KAPITEL 1 – DANMARK FØR 13. SELSKABSDIREKTIV	32
KAPITEL 2. OVERTAGELSESDIREKTIVET OG DETS IMPLEMENTERING I DANMARK	35
2.1 EUROPA-PARLAMENTETS OG RÅDETS DIREKTIV 2004/25/EF AF 21. APRIL 2004 OM OVERTAGELSESTILBUD ..	36
2.1.1 Aktieretlig regulering af ejer- og stemmeretsforhold	37
2.2 EKSPROPRIATIVT INDGREB EFTER GRUNDLOVENS § 73?	40
2.2.1 Henrik Zahles udlægning af spørgsmålet om ekspropriation	40
2.2.2 Økonomi- og Erhvervsministeriets udlægning af samme	42
2.3 SKATTE- OG SELSKABSMÆSSIGE KONSEKVENSER	43
2.3.1 Centrale skatteretlige afgørelser	44
2.4 IMPLEMENTERING AF BESTEMMELSERNE I OVERTAGELSESDIREKTIVET	47
2.4.1 Tidsplan for erhvervsudvalgets behandling af forslaget	48
2.4.2 Gennemførelse af overtagelsesdirektivet	48
2.4.3 Forslag til ændringer i Aktieselskabsloven	49
2.4.4 Forslag til ændringer i Årsregnskabsloven	51
2.4.5 Forslag til ændringer i Værdipapirhandelsloven	52
2.4.6 Bemærkninger fra høringsrunden hos myndigheder og organisationer	54
2.5 SAMMENFATNING PÅ KAPITEL 2 - OVERTAGELSESDIREKTIVET OG DETS IMPLEMENTERING I DANMARK	55

KAPITEL 3. MULIGE REAKTIONER FRA SELSKABERNES SIDE EFTER INDFØRELSE AF OVERTAGELSESDIREKTIVET	59
3.1 PLIGTMÆSSIGE TILBUD	59
3.2 SAMLING AF BESTEMMELSERNE OM OVERTAGELSESTILBUD I NYT KAPITEL.....	61
3.3 VIGTIGSTE ARTIKLER OG DATOER I DET NYE DIREKTIV	62
3.3.1 Direktivets art. 10 – åbenhed og diskussion.....	63
3.3.1.1 Et historisk øjeblik i dansk retspolitik.....	65
3.3.2 Direktivets art. 11 – gennembrud af overtagelsesværnene	66
3.3.2.1 Ophævelse af vedtægtsmæssige bestemmelser	68
3.3.3 Direktivets art. 12 – Frivillige ordninger.....	70
3.4 ØVRIGE KONSEKVENSER	71
3.5 GENNEMFØRELSE OG OVERGANGSBESTEMMELSER	72
3.6 DE NUVÆRENDE OVERTAGELSESVÆRNS EFFEKTIVITET	72
3.7 FREMTIDIGE VÆRN MOD OVERTAGELSER.....	73
3.7.1 Aktieopsamlende fonde – det mest sikre valg?	75
3.7.1.1 Jyske Banks fonde	77
3.7.2 Andre børsnoterede selskaber med fokus på ejer- og stemmeloft samt A- og B-aktier	79
3.8 NOGLE RETLIGE OG ØKONOMISKE BETRAGTNINGER	79
3.9 SAMMENFATNING PÅ KAPITEL 3 – KONSEKVENSER OG PERSPEKTIVER I OVERTAGELSESDIREKTIVET	82
KONKLUSION.....	85
ENGLISH SUMMARY.....	90
LITTERATUR.....	91

Forord

Børs- og kapitalmarkedsretten er et af de dynamiske områder i dansk ret. Udviklingen er præget af, at hævdevundne børs- og kapitalmarkedsretlige opfattelser er under nyvurdering. Internationale strømninger og diskussioner om Corporate Governance, shareholder value, virksomhedsovertagelser og mange andre, sætter såvel den selskabsretlige som den politiske dagsorden, hvilket afstedkommer, at ny praksis, lovgivning og teori kommer til i betydelig omfang.

Denne kandidatafhandling vil sætte fokus på et af de nyeste tiltag fra europæisk side, nemlig det nyligt vedtagne 13. selskabsdirektiv. Ikke alene nyformulerer den kravene til selskabernes regnskaber, men spiller også en afgørende rolle for en række selskabsretlige dispositioner med hensyn til stemmeretsbegrænsning, ejerloft samt A- og B-aktier.

Kandidatafhandlingen er udarbejdet i samarbejde med cand.merc.jur.-studiet på Aalborg Universitet.

Aalborg, juni 2005

Tonny Søgaard

Afhandlingens indhold og afgrænsning

Indskrænkninger i retten til overdragelse af kapitalandele, stemmeretsbegrænsninger og kapitalandele med multiple stemmerettigheder er snart et levn fra fortiden. Vi lever i en foranderlig verden, hvor nye tiltag fra såvel national som europæisk instans efterhånden er hverdagskost.

Det ændrer dog ikke ved, at 13. selskabsdirektiv nu er en realitet, og medlemsstaterne derfor er nødsaget til at foretage de nødvendige børs- og selskabsretlige tiltag, som dette måtte kræve. For år tilbage drejede den selskabsretlige og børsretlige diskussion sig overvejende om det 5. selskabsdirektiv, men med vedtagelsen af det 13. selskabsdirektiv, er denne allerede blevet et levn fra fortiden. Det er nu tid til at koncentrere sig om det nye direktiv, som indtil nu i en vis udstrækning har lidt under manglende opmærksomhed som følge af det tidligere 5. selskabsdirektiv. Det 13. selskabsdirektiv, - også kaldet overtagelsesdirektivet – får i vid udstrækning langt mere vidtrækkende konsekvenser for de danske børsnoterede selskaber, om end det indtil nu kun er vedtaget i en *blød* udgave.

På sin helt egen særprægede måde er det nyligt vedtagne 13. selskabsdirektiv helt unikt. Det giver nemlig i sin nuværende form mulighed for at eliminere vedtægtsbestemte regler uden en vedtægtsændring. Det i sig selv er noget helt enestående.

Indtil for få år siden fyldte det tidligere 5. selskabsdirektiv meget i børs- og kapitalmarkedsretlige bøger og artikler, hvor det i dag i stedet er 13. selskabsdirektiv. EU blander sig derfor ikke længere i forholdet A-B-aktier, men kun i budsituationen, jf. overtagelsesdirektivet.

Når 13. selskabsdirektiv træder i kraft den 20. maj år 2006, vil det være en af de mest skelsættende forandringer i dansk erhvervsliv, at alle børsnoterede selskaber fremover bliver pålagt at oplyse om vedtægts- og aftalemæssige bestemmelser, der kan vanskeliggøre muligheden for at overtage kontrollen over selskabet. Disse oplysninger skal dels gives i selskabets årsrapport og dels skal de forsvares på selskabets ordinære generalforsamling.

Allerede nu, ser vi derfor også flere selskaber, som selv tager initiativ til at foreslå at disse vedtægts- og aftalemæssige bestemmelser tages ud af vedtægterne. Et eksempel herpå er det danske børsnoterede selskab TDC, der forud for indkaldelsen til dets ordinære generalforsamling i år, udsendte en fondsbørsmeddelelse med forslag om at ophæve ejerloftet på

de 9,5%. TDC begrundede selv ophævelsen med, at der efter det amerikanske teleselskab SBC's salg af deres ejerandel i TDC i juni 2004¹, ikke længere var behov for begrænsninger i aktiernes omsættelighed. Noget kunne tyde på, at dette argument ikke står alene.

Faktum er, at 13. selskabsdirektiv rammer dybt ned i hjertet på mange fonds- og familieejede selskaber og i mange bankvirksomheder, eftersom det er disse selskaber, der fortrinsvist har benyttet sig af bestemmelserne i aktieselskabsloven om at kunne indføre overtagelsesværn i form af ejer- og stemmeloft samt A- og B-aktier.

I min kandidatafhandling vil jeg derfor se nærmere på disse værn, og hvilke konsekvenser indførelsen af 13. selskabsdirektiv vil få på disse. Samtidig vil jeg tage diskussionen op om, hvilke tiltag vi i fremtiden vil se, nu hvor det ikke længere i samme grad vil være muligt at benytte sig af de eksisterende værn mod overtagelser.

En indledende beskrivelse synes relevant at inddrage som grundlag for en efterfølgende analyse af de eksisterende stemmerets- og omsættelighedsbegrænsninger, vi i dag i den danske retslitteratur har hjemmel til at vedtage i de enkelte selskabers vedtægter. Herefter en introduktion til selve overtagelsesdirektivet og først derefter den egentlig analyse, som i sagens natur primært vil fokusere på artikel 10, 11 og 12 i direktivet, samt de to skelsættende datoer, henholdsvis den 20. maj 2006 og den 20. maj 2011. Baggrunden for dette valg skal ses i, at i langt størstedelen af de artikler og debatoplæg, der har omhandlet det 13. selskabsdirektiv, samt de uenigheder og forslag som er blevet drøftet i Europa-Parlamentet og Rådet, blandt andet på baggrund af Winter-rapporten, er det de tre artikler som har næret den største opmærksomhed.

I min analysedel vil jeg, udover at fokusere på de tre artikler, samt de to datoer, rette fokus mod konsekvenserne og perspektiverne i direktivet. Med det mener jeg, at eftersom indskrænkninger i retten til overdragelse af kapitalandele, stemmeretsbegrænsninger og kapitalandele med multiple stemmerettigheder snart vil være et levn fra fortiden, vil vi uden tvivl se en lang række forsøg på at iværksætte nye overtagelsesværn, som i fremtiden kan sikre selskaberne mod fjendtlige overtagelsesforsøg. Naturligvis er formålet med 13. selskabsdirektivet at opbløde mulighederne for fremtidige overtagelsesforsøg, men som senere måske vil vise sig blot at være begyndelsen på noget nyt.

¹ Fondsbørsmeddelelse 5/2005 af 17. marts 2005, AGM – beslutninger og Fondsbørsmeddelelse 2/2005 af 9. februar 2005, 9,5% ejerloft ophævet.

Afgrænsning

Fokus vil være rettet mod det nyligt vedtagne 13. selskabsdirektiv, men jeg vil dog på ingen måde beskæftige mig med hele selskabsdirektivet, blot ”plukke” de, for mig at se, vigtigste artikler og datoer ud, som jeg anser som de mest væsentlige i diskussionen af konsekvenserne af direktivet. Det vil derfor primært være artikel 10, 11 og 12 omhandlende henholdsvis ”Forpligtelser for målselskabets ledelse” (forhåndsgodkendelse af initiativer til hindringer), ”Gennembrud” (neutralisering af rettigheder og begrænsninger) og slutteligt de ”valgfri ordninger”, som jeg vil koncentrere mig om. For art. 11 (og art. 9, stk. 2. og 3) gælder det, at de indtil videre er valgfri at implementere, i hvert fald indtil et nyt (og mere hard-core?) direktiv foreligger senest den 20. maj 2011. Denne dato, samt datoen for ikrafttrædelsestidspunktet af det foreliggende direktiv, vil være de to skelsættende tidspunkter for dansk ret, og som vil være udgangspunktet for en diskussion af, hvad de kommer til at betyde for de danske selskaber, der skal implementere direktivet.

For at få en bedre forståelse for de bagvedliggende overvejelser bag direktivet, vil jeg ligeledes dels behandle de øvrige initiativer fra EU’s side op til vedtagelsen af direktivet og dels beskrive selve udviklingsforløbet for 13. selskabsdirektiv. Her tænker jeg specielt på 5. selskabsdirektiv, der har givet anledning til en del diskussion i dansk selskabs- og EU-retlig sammenhæng.

Med vedtagelsen af det nye direktiv vil vi fremover se en langt større offentlighed omkring overtagelsesværnene, som indtil videre eksisterer i de enkelte selskabers vedtægter. Offentligheden omkring dem, samt en evt. ophævelse af dem vil ligeledes blive behandlet i nærværende afhandling.

Slutteligt vil jeg runde af med mit bud på, hvilke fremtidige initiativer vi kan forvente at se fra selskabernes side, med hensyn til at sikre sig mod uinviterede eller fjendtlige overtagelser. For mig at se, er der ingen tvivl om, at selskabernes vil forsøge at sikre sig, hvis ikke på den ene, så på den anden måde. Det er indlysende, at mange selskaber ikke hverken kan eller vil undvære værn, der kan sikre en vis form for ”arbejdsro” i selskabet.² På den anden side er der en klar tendens til, at aktionærerne stiller større og større krav til selskaberne og dets ledelse. Aktionærerne vil have indflydelse, og derfor ses det også, at de ”gammeldags” værn alligevel så småt er ved at forsvinde. Trods formålet - at sikre selvstændig overlevelse på længere sigt -

² Se afsnit 3.7, hvor jeg blandt andet diskuterer Jyske Bank, Max Bank og Bonusbankens forskellige måder at sikre sig på, samt begrundelserne for de initiativer de har taget.

belønner aktionærerne initiativet om at ophæve eksisterende værn, hvilket typisk tydeligt ses på markedsværdien af de enkelte selskaber.

Problemformulering

Som følge af vedtagelsen af 13. selskabsdirektiv og de ændringer der dermed er lagt op til, venter jeg, at vi vil se en lang række af børsnoterede selskaber og dets rådgivere få travlt i nær fremtid, med det formål at skabe sig et klart overblik over, hvad det nye overtagelsesdirektiv kommer til at betyde for de enkelte selskaber. Konsekvenserne af og perspektiverne i direktivet er naturligvis et ret uberørt område, idet direktivet kun netop er blevet vedtaget og i de enkelte stater så småt er ved at blive implementeret. Jeg finder dette relativt uberørte område for yderst interessant, og håber at jeg med min kandidatafhandling kan bidrage med et frisk pust til debatten.

Jeg har derfor valgt at sætte fokus på:

Overtagelse og overtagelsesværn, en analyse af konsekvenser og perspektiver i overtagelsesdirektivet med fokus på de mulige reaktioner vi vil se fra selskabernes side, efter implementering af direktivet.

På baggrund af ovenstående har jeg valgt at dele min kandidatafhandling ind i tre kapitler. Første kapitel omhandler ”Danmark før 13. selskabsdirektiv” og indeholder historikken bag direktivet, selskabernes indretning af deres nutidige ejerstrukturer og eventuelle problemer hermed og slutteligt Nørby-udvalgets anbefalinger for god selskabsledelse.

Kapitel 2 – ”Overtagelsesdirektivet og dets implementering”, indeholder en gennemgang af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/25/EF af 21. april 2004 om overtagelsestilbud, og om det rent ekspropriationsretligt kan komme i konflikt med Grundlovens § 73.³ Desuden vil jeg se på de skattemæssige konsekvenser af implementeringen af direktivet og endelig en gennemgang af de pligtmæssige tiltag fra dansk stats side, herunder hvilke konsekvenser direktivet, rent lovmæssigt, får.

³ Grundlovens § 73 omhandler ejendomsrettens ukrænkelighed.

Det tredje og sidste kapitel – ”Mulige reaktioner fra selskabernes side efter indførelsen af overtagelsesdirektivet” - er selve hjertet i min afhandling, og omhandler de konsekvenser og perspektiver vi vil se med indførelsen af direktivet. Først med fokus på konsekvenserne af direktivet samlet set, for derefter at dykke dybt i de tre mest spændende art. i hele direktivet, nemlig art. 10 om åbenhed og diskussion, art. 11 om gennembrud af overtagelsesværnene og til sidst art. 12 om de frivillige ordninger.⁴ Herefter vil kapitlet blive afrundet med et afsnit om forventninger til fremtidige værn mod overtagelser, eftersom hele grundlaget for de oprindelige overtagelsesværn med stor sandsynligvis vil blive fjernet om måske blot 6 år. Slutteligt et par kommentarer om en række retlige og økonomiske betragtninger, blandt andet om det danske aktiemarkeds volatilitet, eller mangel på samme.

⁴ Inspiration til at behandle henholdsvis de tre artikler og de to datoer, er dels fundet i Erik Werlauffs artikel, Kapital og stemmeret, men også ud fra øvrige skrivelser omkring det nye direktiv, hvoraf det tydeligt fremgår, at art 10-12 er langt de mest interessante. Man kunne med god grund diskutere hvorvidt art. 9 også burde have været nævnt iblandt de tre andre, men hovedindholdet i art. 9 er ikke på samme måde ”nytænkende” som det i art. 10-12.

Kapitel 1. Danmark før 13. selskabsdirektiv

I tiden op til vedtagelsen af 13. selskabsdirektiv var det primært 5. selskabsdirektiv, der fyldte langt størstedelen af spaltepladsen i børns- og kapitalmarkedsretlige bøger og artikler, samt ikke mindst i dagspressen. 5. selskabsdirektiv lagde blandt andet op til en radikal ændring af forholdene for mange fonds- og familieejede selskaber, eftersom udkastet lagde op til en udvanding af A-aktiekapitalen, således at de oprindelige aktionærers indflydelse på selskabet blev væsentlig forringet.⁵

Sideløbende hermed, så vi også en lang række af skatteretlige afgørelser, hvor A-aktionærerne tog ekspropriationsspørgsmålet op, og i hovedparten fik medhold. Professor Henrik Zahle tog ligeledes ekspropriationsspørgsmålet op, dels i sit responsum til DA og dels i en senere artikel i Juristen, hvor konklusionen blev, at så længe det omhandlede A-/B-problematikken, var der tale om et ekspropriativt indgreb, mens det for ejer- og stemmeretsbegrænsningernes vedkommende var langt mere tvivlsomt. Praksis var derfor, at A-aktionærerne som udgangspunkt fik vederlag for deres ”tab”, men med den tyske Siemensdom ZIP2002.1765 BayObLG, blev endnu en milepæl sat i europæisk retspraksis. Heri blev nemlig statueret et eksempel på en virksomhed, hvor A-aktierne ikke var blevet anvendt til at opretholde kontrollen med selskabet, og det blev derfor heller ikke vurderet, at disse skulle ydes vederlag i form af en merpris ved indfrielsen af disse.

5. selskabsdirektiv er i dag ikke længere eksisterende, hvorfor jeg ikke vil bruge unødvendig tid på at behandle dette i nærmere detaljer. Dog synes jeg, at det trods alt har haft så stor indflydelse på dansk og udenlandsk selskabsret, at det trods alt fortjener at blive nævnt. Såvel i Tyskland som i Norge har vi set tiltag, der i høj grad er afstedkommet af 5. selskabsdirektiv.

Et tilbageblik på den mere længerevarende og bredere diskussion om Corporate Governance generelt, hvor Nørby-udvalget har haft en central rolle i udviklingen af den danske ”code of conduct”, viser imidlertid, at også her har stemningen været for, at selskaberne hver især har

⁵ Erik Werlauff, Børs- og kapitalmarkedsret, s. 342-344

arbejdet hen imod større åbenhed og gennemsigtighed. Begrundelsen herfor er, at åbenhed og gennemsigtighed er væsentlige forudsætninger for, at selskabets aktionærer og øvrige interessenter løbende har mulighed for at vurdere og forholde sig til selskabet og dets fremtidsperspektiver, og dermed kan medvirke til et konstruktivt samspil med selskabet. Når det gælder mere konkrete anbefalinger, har de i sagen om stemmeretsbegrænsninger m.v. direkte udtalt, at det ikke anbefales at selskaberne i dets vedtægter indfører bestemmelser, der indeholder stemmeretsdifferentiering, begrænser antallet af stemmer den enkelte aktionær kan afgive, eller som begrænser det antal aktier, den enkelte aktionær kan eje. I den seneste rapport fra 17. maj 2005 er anbefalingerne blevet noget løsere formuleret. Det begrundes med, at anbefalingerne skal kunne anvendes under 'følg eller forklar'-princippet.⁶

Siden de ovennævnte udtalelser første gang blev fremstillet i Nørby-Udvalgets Rapport fra 2001 er der imidlertid sket en del på den front. Administrerende direktør for Københavns Fondsbørs udtalte sig i en pressemeddelelse i juni 2004, hvor 'Comply or explain' princippet blev nævnt for første gang i forbindelse med udvalgets arbejde med god selskabsledelse. Hans-Ole Jochumsen udtaler, at 'Comply or explain'-princippet er at foretrække i forhold til indførelsen af Corporate Governance-strukturer i lovgivningen, da det rummer muligheden for, at selskaberne kan indrette sig efter deres eget ønske, så længe de blot forklarer baggrunden for den måde, de har indrettet sig på. At Corporate Governance sættes højt på dagsordenen er ikke nogen tilfældighed, men gøres ud fra en ideologi om, at det er vigtig i det fortsatte arbejde med at tiltrække investorer til det danske aktiemarked.

Dette stemmer umiddelbart godt overens med de nye tendenser vi ser fra EU, hvor det ikke er formålet at forbyde men mere formålet at få bragt disse, i relation til 13. selskabsdirektiv, hindringer frem i lyset og diskuteret. Især når det gælder de såkaldte "Poisson Pills" og "Golden Parachutes"⁷ er det af særlig interesse for selskabets aktionærer, idet disse ikke fremgår af vedtægterne.

⁶ Fondsbørsens komité for god selskabsledelses seneste rapport fra 17. maj 2005, Rapport om god selskabsledelse i Danmark 2005

⁷ Se afsnit 1.4.1 for nærmere uddybelse

1.1 Historisk baggrund

Selv om debatten om vedtægts- og aftalemæssige bestemmelser undertiden giver det indtryk, at der er tale om en forholdsvis ny foreteelse, er dette på ingen måde tilfældet. Her i landet blev stemmeløfter brugt allerede i det 18. århundrede af Det Asiatiske Compagni, som i dets Konvention af 1732 havde indført begrænsninger i antallet af stemmer. Ligeledes har A- og B-aktier været kendt længe og blev f.eks. anvendt af Det Kongelige Octrojerede Almindelige Brandassurance-Compagnis for Varer og Effecter i sidste halvdel af det 19. århundrede.

I lang tid førte det almindeligt anerkendte princip om selskabsretlig kontraktfrihed til, at der ikke fandtes en regulering af retten til at begrænse eller eliminere stemmerettigheder. Hverken aktieselskabslovene af 1917 eller 1939 indeholdt forbud mod eller rammer for anvendelse af stemmeretsbegrænsninger. Dette var dog ikke ensbetydende med, at alle fandt stemmeretsbegrænsninger ønskelige.

Forud for vedtagelsen af aktieselskabsloven af 1973 udkom to betænkninger, henholdsvis i 1964 og 1969. Begge indeholdt kritik af anvendelsen af stemmeløse aktier, idet det blev ”anset for uforeneligt med datidens opfattelse af aktionærens stilling, der forudsatte, at der til aktionærens kapitalindsats var knyttet en vis medindflydelse på selskabets anliggender”. Dette førte til bestemmelserne i aktieselskabslovens § 67, stk. 1, omhandlende, at der skal være knyttet stemmeret til samtlige aktier, og at stemmeretsforskellen maksimalt må være 10:1, hvilket stadig gør sig gældende i den nuværende aktieselskabslov.⁸

1.2 Selskabernes ejerstruktur

Som ejere af selskaberne kan aktionærerne ved aktivt at udøve deres rettigheder og indflydelse medvirke til, at ledelsen varetager aktionærernes interesser bedst muligt og sikrer en effektiv udnyttelse af selskabets ressourcer, både på kort og lang sigt. En større gennemsigtighed er derfor nødvendig for at skabe bedre muligheder for aktionærernes for at træffe velbegrundede beslutninger - således beskriver Nørby-udvalget forholdet mellem aktionær og ledelsen det i deres anbefalinger fra 2001.⁹ Et vigtigt argument i den sammenhæng er ligeledes, at det reelt er aktionærerne, der bærer risikoen, og ikke selskabets ledelse.¹⁰ Finansministeriets debatoplæg om

⁸ Jan Schans Christensen, Ledelse og aktionærer, kap. 1

⁹ Nørby-udvalgets anbefalinger for god selskabsledelse i Danmark 2003, s. 53 f.

¹⁰ Poul Krüger, Aktie- og anpartsselskabsret, s. 241

Aktivt Ejerskab sætter fokus på netop denne problemstilling, hvor mange børsnoterede selskaber stadig præges af den oprindelige ejerkreds eller dennes efterkommere, og som på mange måder bærer præg af, at strukturen i selskaberne er tilrettelagt med henblik på, at de oprindelige ejere og deres efterkommere kan bevare magten i selskabet.¹¹

Formelt skal generalforsamlingen fungere som det forum, hvor bestyrelsen vælges, og hvor ejerne og bestyrelsen drøfter selskabets overordnede forhold og udviklingsretning. Uanset målet om, at generalforsamlingen skulle være et sted med mulighed for dialog og debat, har det desværre i praksis mest fungeret som bestyrelsens årlige afrapportering til aktionærerne. Og det er der sandsynligvis flere forklaringer på.

For det første gør bestyrelserne ikke så meget for at gøre generalforsamlingen til et forum for reel dialog. For det andet har de fleste små aktionærer ikke forudsætningerne for at føre en kvalificeret debat, og for det tredje trækker de store professionelle investorer sig ofte fra en offentlig debat og forlader sig i stedet på deres direkte dialog med selskabet i løbet af året. Men det er jo netop de forhold, som de seneste års fokus på Corporate Governance og ikke mindst det 13. selskabsdirektiv, forsøger at komme til livs. Betydningen af aktivt ejerskab fra aktionærernes side er blevet stadig mere debatteret, hvilket også forsøges fremmet med blandt andet mere effektive kapitalmarkeder i EU. Kommissionens tanke er, at hvis aktionærerne motiveres til at udøve aktivt ejerskab, er der større chance for, at der skabes en balance mellem ejere og ledelse. Københavns Fondsbørs komité for god selskabsledelse giver ligeledes udtryk for, at et aktivt ejerskab er vigtigt, men udtrykker det således: *"God selskabsledelse indebærer bl.a., at bestyrelse og direktion gør sig klart, at et samspil mellem ledelse og aktionærer er af væsentlig betydning for selskabet..."*.¹²

I de foregående år har selskabernes ejerstrukturer udviklet sig i væsentlig grad. Caspar Rose gør blandt andet opmærksom på dette i en artikel om overtagelsestilbud, hvori han beskriver, at mange store virksomheder i dag er præget af fondsejerskab. Fondene sidder typisk på de stemmetunge aktier, og overtagelsesdirektivet kan således gå hen og få en uoverskuelig indvirkning på disse.¹³

¹¹ Erhvervsministeriet m.fl., Debatoplæg om Aktivt Ejerskab, s. 231 - 234

¹² Ugebrev for Bestyrelser, Selskabsledelse i 100 børsnoterede selskaber, kap. 10

¹³ Caspar Rose, EU's overtagelsesdirektiv – nogle retlige og økonomiske betragtninger, s. 10-13

1.2.1 Retsgrundlaget for vedtægtsbestemte stemmerets- og omsættelighedsbegrænsninger

Det selskabsretlige udgangspunkt er ifølge aktieselskabsloven (AL) § 17, at alle aktier har lige ret i selskabet, hvilket også er udgangspunktet i art. 42 i 2. selskabsdirektiv (kapitaldirektivet). Det, der har været spørgsmålet er, om bestemmelsen har indebåret et lighedsprincip for de enkelte aktionærer (dvs. et andelslignende lighedsprincip) men dette er antageligvis ikke tilfældet. Erik Werlauff henleder til Motortramp A/S i UfR 2003.233 Ø, hvor AL § 17 ikke blev anset for at være i strid med art. 42 i kapitaldirektivet, og at art. 42 ikke kan være til hinder for et system som det danske, der i lighed med flere andre europæiske lande, tillader kapitalens opdeling i flere klasse med forskellig stemmeret.¹⁴

Bestemmelsen i AL § 17 indeholder imidlertid mulighed for gennem vedtægtsbestemmelser at fravige lighedsgrundsætningen. Aktier med forskellig stemmewægt kan udstedes i medfør af AL § 67, og indførelse af stemmeretsbegrænsninger kan vedtages i medfør af AL § 79, stk. 2, nr. 4. AL § 20 b, omhandler tvangsindløsning, og stiller endvidere krav om tiltrædelse fra såvel 9/10 af den stemmeberettigede kapital som 9/10 af den på generalforsamlingen repræsenterede kapital, eksempelvis i forbindelse med et overtagelsestilbud på selskabet.

I AL § 67 er der således hjemmel til at etablere en struktur med såvel A- som B-aktier, men at dette i de senere år er blevet omtalt med betydelig skepsis, ses der flere eksempler på. For det første har under 10% af de nyintroducerede selskaber de senere år haft mere end én aktieklasse og ligeledes har under 10% haft stemmeretsbegrænsninger i vedtægterne. For det andet ses en tendens til, at flere selskaber sammenlægger aktieklasser før de introduceres eller mens de er noteret. Weincke og Hassel begrunder denne udvikling med det danske aktiemarkeds ”modenhed” i en artikel fra 1992 om lettere adgang til virksomhedsovertagelser.¹⁵

Et godt eksempel på stemmeretsbegrænsningernes indflydelse på aktiernes værdi findes i de danske børsnoterede banker. Her fremgår det af bank- og sparrekasseloven, at der er forbud mod at udstede aktier med forskellig stemmeret, men ikke forbud mod at indføre stemme- og ejerloft. Dette har medført, at omkring 90% af bankerne har vedtægter der indeholder forbud mod at eje mere end en bestemt procentdel af aktierne. En sådan opbygning, med et meget iøjnefaldende værn mod overtagelser, modvirker direkte shareholdervalue-begrebet, og er beviseligt en

¹⁴ Erik Werlauff, Selskabsret, s. 470-471

¹⁵ Thomas Weincke og Christian Hassel, Lettere adgang til virksomhedsovertagelser?, s. 33-37

kostelig affære for bankerne. Denne påstand kan direkte påvises med udgangspunkt i eksempelvis Bonusbankens kurs før og efter elimineringsen af stemmeretsbegrænsningerne i dets vedtægter, idet kursen steg fra kurs 6,65 den 1. august 2003 til kurs 9,00 blot 2 måneder senere, navnlig som følge af, at det blev annonceret, at loftet ville blive, og blev, fjernet.¹⁶

1.3 Udviklingen i anbefalinger om god selskabsledelse

Gennem tiden har været ført en livlig debat om hensigtsmæssigheden ved fortsat at acceptere særordninger fra stat til stat og fra selskab til selskab, når det gælder indskrænkninger i aftale- og vedtægtsfriheden, især efter at forslaget til 5. selskabsdirektiv lagde op til at begrænse adgangen til at opdele aktierne i aktieklasser med forskellig stemmewægt. I Danmark har man hidtil afvist at ændre i adgangen til stemmeretsdifferentiering, men der synes i dag at være en større bevidsthed om ulemperne ved opdeling i A- og B-aktier. Et spørgsmål der ofte er blevet rejst er, om diskussionen – og markedsmekanismerne i sig selv – vil føre til, at vedtægts- og aftalemæssige bestemmelser går af brug.¹⁷ Erhvervs-, finans-, skatte- og økonomiministerierne udgav i maj 1999 debatoplægget om Aktivt Ejerskab, hvori de konkluderer, at der ikke er stærke begrundelser for en regulering af adgangen til at have begrænsninger.¹⁸ Anderledes er det med Nørby-udvalgets anbefalinger om god selskabsledelse, hvori de klart anbefaler, at selskabers vedtægter ikke indeholder bestemmelser om hverken omsætteligheds- eller stemmeretsbegrænsninger.¹⁹

Fondsbørsens komité for god selskabsledelse arbejdede videre med rapporten om god selskabsledelse i 2003, og efter endt høringsproces med efterfølgende kommentarer fra komitéen, er anbefalingerne udvidet væsentligt. Stadig anbefales det, at der ikke indføres bestemmelser, der indeholder stemmeretsdifferentiering, begrænser antallet af stemmer den enkelte aktionær kan afgive, eller som begrænser det antal af aktier, den enkelte aktionær kan eje. Endvidere hedder det sig, at i de tilfælde, hvor sådanne begrænsninger findes i et selskabs vedtægter, anbefales det, at bestyrelsen *med passende mellemrum* vurderer *selskabets kapitalstruktur, stemmeretsforskelle og stemmeretsbegrænsninger og vurderer, hvorvidt de*

¹⁶ Bonusbankens hjemmeside, www.bonusbanken.dk, og Københavns Fondsbørs, www.cse.dk

¹⁷ Erik Werlauff, Børs- og kapitalmarkedsret, s. 341

¹⁸ Debatoplægget om Aktivt Ejerskab, Finansministeriet m.fl., s. 231-243

¹⁹ Nørby-udvalgets anbefalinger fra 2001. I de nye versioner fra 2003 og 2005 er flere af de generelle krav omformuleret og slækket, primært som følge af, at de nye anbefalinger skal kunne bruges under et princip om ”Comply og explain”.

fortsat er i aktionærernes interesse. Man var dog opmærksom på, efter endt høringsproces, at 'Comply or explain'-princippet var på trapperne, og Københavns Fondsbørs ønskede således ikke at virksomhederne skulle rapportere i medfør af de nye anbefalinger, men stadig ud fra de oprindelige anbefalinger fra 2001. Fondsbørsen indstillede til komitéen, at man arbejdede videre med anbefalingerne, således at disse, i en ny version, kunne anvendes under et princip om 'følg eller forklar'. Det er således det færdige resultat, som blev præsenteret her den 17. maj i år.²⁰

Når det kommer til bestyrelsens pligter og aktionærernes rettigheder i forbindelse med fremsættelsen af et offentligt overtagelsestilbud, anbefales det, at aktionærerne gives mulighed for at tage stilling til, om de ønsker at afstå deres aktier i selskabet på de tilbudte vilkår. Bestyrelsen anbefales endvidere i sådanne situationer at afholde sig fra på egen hånd og uden generalforsamlingens godkendelse, at imødegå et overtagelsesforsøg ved at træffe dispositioner, der reelt afskærer aktionærerne fra at tage stilling til overtagelsesforsøget. Nørby-udvalget definerer det således: *"Ved forsøg på at overtage kontrollen over selskabet anbefales det, at aktionærerne gives mulighed for at tage stilling til, om de ønsker at afstå deres aktier i selskabet på de tilbudte vilkår. Bestyrelsen bør derfor afholde sig fra på egen hånd og uden generalforsamlingens godkendelse at imødegå et overtagelsesforsøg ved at træffe dispositioner, som reelt afskærer aktionærerne fra at tage stilling til overtagelsesforsøget. De dispositioner, der frarådes, er eksempelvis at gennemføre kapitalforhøjelser eller lade selskabet erhverve egne aktier baseret på en tidligere meddelt bemyndigelse."*

Det svarer stort set til det, som fremgår af direktivet; nemlig at selskaber ikke selvstændigt må iværksætte initiativer, der kan medføre, at der lægges hindringer i vejen for tilbuddet, navnlig udstedelse af kapitalandele. Dette kræver en forhåndsgodkendelse fra generalforsamlingen, og er kun gældende, indtil et ny tilbud er fremsat.

1.3.1 Comply or explain-princippet

Københavns Fondsbørs administrerende direktør Hans-Ole Jochumsen udtrykte i en pressemeddelelse fra 10. juni 2004 om Fondsbørsens komité's fortsatte arbejde med anbefalinger for god selskabsledelse:

²⁰ Fondsbørsens komité for god selskabsledelse, Rapport om god selskabsledelse i Danmark 2005, s. 11-12

”... ’Comply or explain’-princippet anvendes allerede nu i en stor del af EU-landene, og det er derfor naturligt, at vi også går den vej. ’Comply og explain’-princippet er at foretrække i forhold til indførelsen af Corporate Governance strukturer i lovgivningen, da ’Comply or explain’-princippet rummer muligheden for, at selskaberne kan indrette sig efter deres eget ønske, så længe de blot forklarer baggrunden for den måde, de har indrettet sig på.”²¹

’Comply or explain’-princippet er ikke kun på tegnebrættet i Danmark, men rent faktisk også i Europa-kommissionen og Parlamentet, idet man om kort tid forventer nye initiativ, der indeholder krav om, at selskaberne *skal* forholde sig til anbefalinger om god selskabsledelse. Det betyder således, at komitéen for god selskabsledelse på baggrund af et ønske fra økonomi- og erhvervsministeren har arbejdet på at færdiggøre de nye anbefalinger, trods det, at de nyeste henstillinger fra EU om ledelsens rolle og uafhængighed og vederlag, ikke er offentliggjort endnu. Disse introducerer ’Comply or explain’-princippet, hvilket de nye anbefalinger allerede er forberedt på.

Den 17. maj 2005 udgav Fondsbørsens Komité for god selskabsledelse derfor en ny rapport for god selskabsledelse, hvori de forholder sig til ’Comply or explain’-princippet. Grundlæggende for den nye rapport er, at anbefalingerne skal kunne anvendes under hensyntagen til de nye henstillinger fra EU.

I den nye rapport bekymrer det komitéen, at der anvendes ”compliance” i stedet for ”appliance” idet udtrykket Comply fejlagtigt kan efterlade det indtryk, at den, der vælger ikke at følge normen, begår et regelbrud. Sådan forholder det sig imidlertid ikke, idet normen fuldt ud kan efterleves ved blot at give en begrundelse herfor.²²

’Følg eller forklar’-princippet kendes blandt andet fra Storbritannien, hvor det længe har været et krav, at børsnoterede selskaber på London Stock Exchange tilkendegiver, om de overholder den britiske Combined Code og – hvis ikke – angiver hvorfor. Princippet har i stigende grad

²¹ Københavns Fondsbørs, pressemeddelelse af 17. maj, Forslag til reviderede anbefalinger fra Fondsbørsens komité for god selskabsledelse. Det fremgår blandt andet, at bestyrelsen for Københavns Fondsbørs i juni 2004 anmodede komitéen om at færdiggøre anbefalingerne for god selskabsledelse, så de er egnede til anvendelse under ’følg eller forklar’-princippet. Princippet indebærer, at selskaberne enten skal følge anbefalingerne eller forklare, hvorfor de ikke gør. Det er således legitimt at forklare sig om som at følge en anbefaling.

²² Københavns Fondsbørs komité for god selskabsledelse, Rapport om god selskabsledelse i Danmark 2005, s. 15-16

vundet indpas også i andre lande, herunder i de nordiske lande, i takt med, at den traditionelle juridiske regulering suppleres af anbefalinger eller andre aftaler for ikke-juridisk bindende standarder.²³

Men hvorfor har 'Comply or explain'-princippet interesse for nærværende afhandling? Det har det, da det i overtagelsesdirektivet fremgår, at blandt andet art. 9, stk. 2 og 3, indtil videre er valgfri at følge, men som jeg tidligere har beskrevet, så anbefaler Fondsbørsens komité for god selskabsledelse, at *bestyrelsen ikke på egen hånd, og uden generalforsamlingens godkendelse, forsøger at imødegå et overtagelsesforsøg ved at træffe dispositioner, som reelt afskærer aktionærerne fra at tage stilling til overtagelsesforsøget*. Således vil det på den ene side med 'Comply or explain' være tvingende for virksomhederne enten at efterleve anbefalingerne, eller begrunde hvorfor, og på den anden side, hvis generalforsamlingen beslutter det, kan virksomhederne tvinges til at efterleve art. 9, stk. 2 og 3.

I Ugebrev for Bestyrelser om omfattende kortlægning af Corporate Governance og investor relations, har de blandt andet påvist, at en stor del af de 100 største børsnoterede selskaber, som de har undersøgt, arbejder meget seriøst med Corporate Governance og deres investor relations. Hele 8 ud af 10 selskaber forholder sig overordnet til Corporate Governance, mens kun ganske få havde en fuldstændig gennemgang af Fondsbørsens konkrete anbefalinger. Det betyder, at hvis/når Kommissionen vedtager et krav om 'Comply or explain', skal hovedparten af selskaberne give væsentlig flere oplysninger om deres syn på anbefalingerne.

Èt af de områder, hvor det især bliver mærkbart for hovedparten af danske selskaber, er i spørgsmålet eller debatten om bestyrelsens uafhængighed. Det har vist sig, at den internationale debat åbenbart er gået helt uden om Danmark. I en ganske stor andel af de 100 undersøgte selskaber, som Ugebrev for Bestyrelser har haft under luppen, findes i bestyrelsen også selskabets direktør, en tidligere direktør og/eller selskabets advokat. I 39 af de undersøgte selskaber sidder der en advokat i bestyrelsen og i 26 tilfælde arbejder advokaten eller dennes advokatfirma ligeledes for selskabet som rådgiver.²⁴ I revisorkredse er uafhængighedskriteriet

²³ Ugebrev for Bestyrelser, Selskabsledelse i 100 børsnoterede selskaber, s. 13-37 samt en opfølgning på samme i Ugebrev for bestyrelser nr. 18/2005

²⁴ I Ugebrev for Bestyrelser nr. 18/2005 følges op på advokaters habilitetsproblemer i bestyrelser. Advokater har siden offentliggørelsen af kortlægningen af Corporate Governance og investor relations haft tid til at besvare denne problemstilling. Det fremføres blandt andet, at habilitetsproblemet "kun" gælder for noterede selskaber, hvilket de selvfølgelig har ret i. Men som jeg ser det, er det jo netop også dette der er problemet.

sat særligt højt på dagsordenen, idet revisor er offentlighedens tillidsrepræsentant. Samme kunne tænkes at gøre sig gældende i bestyrelsesøjemed. Uafhængighed tillægges internationalt stor betydning, med henblik på at beskytte eventuelle mindretalsaktionærer, og næsten alle vestlige lande anbefaler mindst to og nogle gange flere uafhængige bestyrelsesmedlemmer. Dette gør sig dog ikke gældende for Danmark. I 70 af de 100 undersøgte selskaber er denne problemstilling relevant, idet der her er storaktionærer eller aktionærgrupper med mere end 20% af stemmerne.

25

Ud over Fondsbørsens komité's anbefalinger for god selskabsledelse, har FSR ligeledes fremsat et sæt anbefalinger rettet mod små og mellemstore virksomheder – SMV'er.²⁶ Det spås endda, at disse vil få endnu større indflydelse fremover, end de af komitéens fremsatte. Med den nye rapport fra 17. maj 2005 fremsætter Fondsbørsen komité for god selskabsledelse dog nye perspektiver på god selskabsledelse, hvis målgruppe dog kun primært er børsnoterede selskaber.

1.4 Hvorfor er vedtægts- og aftalemæssige bestemmelser et problem?

I henhold til lovgivningen er generalforsamlingen eneste mulighed for selskabets ejere at udøve direkte indflydelse på selskabet, herunder på dets ledelse. Her kan de f.eks. stille dagsordensforslag, tage ordet mv. Den endelige indflydelse udmøntes i den enkelte aktionærs stemmeret. Forhold, der på den ene eller anden måde begrænser aktionærernes stemmeret, begrænser således også deres indflydelse i selskabet.

I 1973 tog man et betydningsfuldt skridt, idet man i AL begrænsede aftale- og vedtægtsfriheden i det enkelte selskab, således at stemmevægtsforskellen mellem aktier maksimalt kunne være 10:1, samtidig med at stemmeløse aktier blev forbudt. På det tidspunkt blev det af flere ordførere ønsket, at man lovmæssigt helt forbød muligheden for ulighed mellem aktier af samme størrelse, men så langt valgte man dog ikke at gå.²⁷

År senere genskabtes diskussionen, og der blev atter sat fokus på A- og B-problematikken. Efter EU's forslag til 5. selskabsdirektiv skulle der opstilles grænser for, hvor stor en del af den

²⁵ Ugebreve for Bestyrelser, Selskabsledelse i 100 børsnoterede selskaber, side 5, 13, 16-17 og 37

²⁶ Foreningen for Statsautoriserede Revisorer, God selskabsledelse – i mindre og mellemstore virksomheder. Der er her tale om sæt anbefalinger om god selskabsledelse, som *ikke* decideret er rettet mod store og børsnoterede selskaber, men i højere grad mod små og mellemstore virksomheder.

²⁷ Erik Werlauff, Børs og kapitalmarkedsret, s. 339-340

samlede aktiekapital der måtte være B-aktier; nemlig højst 50%. EU arbejdede ud fra den filosofi, at grænseoverskridende aktieinvesteringer ville blive unødigt besværliggjort, hvis der fortsat blev accepteret særordninger fra stat til stat og fra selskab til selskab. Helt optimalt burde igen skabes 100% proportionalitet mellem kapitalvægt og stemmewægt, men som ovenfor beskrevet, havde man valgt en modificeret løsning, kaldt den en nødløsning, hvor maksimalt 50% – gerne mindre – af aktiekapitalen måtte være B-aktier.²⁸

Den internationale udvikling har ligeledes indebåret, at aktionærkredsen i de børsnoterede selskaber ikke alene består af passive investorer uden nævneværdig forretningsmæssig indsigt, men i betydeligt omfang også af institutionelle investorer med stor økonomisk styrke og faglig kompetence. De institutionelle investorer ønsker i dag mulighed for at følge og kontrollere ledelsens forvaltning af selskabet, og om nødvendigt kunne gennemføre nødvendige forandringer på grundlag af en indflydelse, som modsvarer den økonomiske investering.²⁹ Krüger dikterer Berle og Means tidligere studier vedrørende magtens flytning fra selskabernes ejere og over til selskabets ledelse. I dag ser vi rettere det modsatte scenarium; nemlig et skridt ”back to basic”, hvor selskaberne igen er på vej til at blive aktionærernes, og at det er aktionærerne, der vil bestemme selskabernes udvikling.

Indførelsen af 13. selskabsdirektiv er ligeledes et skridt i den retning, og fremtiden tegner nu til, at muligheden for overtagelser uden tvivl kommer til at spille en mere fremtrædende rolle end hidtil. Så sent som den 17. december 2004 havde Børsen en artikel med overskriften ”Turbo på væksten i virksomhedshandler”, hvor de bl.a. skriver, *”I Danmark peger alt på, at 2004 bliver det hidtil største år for virksomhedsfusioner og opkøb.... Og meget tyder på, at fusions- og opkøbsiveren også vil fortsætte i 2005”*. Opkøbsiveren har stort set omfattet alle brancher. Eksempelvis Carlsbergs tilbagekøb af bryggeriaktiviteterne fra Orkla, IBMs opkøb af Mærsk og DM Data, amerikanske Danahers opkøb af Radiometer, afnoteringen af Falck, Danske Banks opkøb i Irland og endelig Vattenfalls opkøb af aktier i Elsam.³⁰

²⁸ Et land som Tyskland har allerede vedtaget regler, der efter en overgangsperiode afskaffer stemmeretsdifferentiering. I Norge ses et lignende initiativ, men er dog gået knap så hårdt til værks, idet de i et vist omfang har tilpasset begrænsningerne i direktivet, idet stemmeretsbegrænsninger, som omfatter mere end halvdelen af den samlede aktiekapital, skal godkendes.

²⁹ Poul Krüger, Børsretten, s. 242

³⁰ David Bentow, Turbo på Væksten i virksomhedshandler, s. 29

Bagsiden af medaljen vil sandsynligvis vise sig i selskabernes langsigtede strategiske overvejelser, idet disse ikke vil harmonere med aktionærernes forventninger om kortsigtede resultater og effektivitet.³¹

1.4.1 Aftalemæssige bestemmelser

Mens de vedtægtsbestemte bestemmelser naturligvis gælder ejer- og stemmeretsbegrænsninger samt differentierede aktieklasser kan de aftalemæssige bestemmelser eksempelvis være, at en eller flere ansatte i selskabet har fået tilsagt særlige rettigheder i tilfælde af, at kontrollen over selskabet overtages. Rettighederne kan være i form af fratrædelsesgodtgørelser, særligt lange opsigelsesvarsler osv. samt andre former for aftaler med tredjemand med hensyn til særlige opsigelsesklausuler i tilfælde af en overtagelse.

De ovennævnte aftalemæssige bestemmelser er alle udtryk for det, vi kender som enten Golden Parachutes eller Poison Pills. Aftalemæssige bestemmelser af denne art vil derfor, for en evt. køber, være udtryk for en forringelse af selskabets værdi og kan derfor vanskeliggøre overtagelsen af kontrollen over dette.³²

1.4.1.1 Golden Parachutes

Eller gyldne faldskærme som de også kaldes på dansk, er et udtryk for de bestemmelser, der vil "forgylde" den eller de medarbejdere, der forud for en eventuel fjendtlig overtagelse af virksomheden, har fået tilsagt særlige rettigheder i forbindelse med en uventet afskedigelse. Kompensationen udløses, hvis topledelsen f.eks. i forbindelse med en overtagelse bliver afskediget. Herved fordyres en potentiel overtagers omkostninger i forbindelse med overtagelsen. Et aktuelt eksempel herpå er ISS, hvor det fremgår af årsrapporten 2004, at direktionen bestående af Eric S. Rylberg, Thorbjørn Graarud, Karsten Poulsen og Flemming Schandorff³³ ville få betydelige summer udbetalt som følge af en eventuel afskedigelse på grund af overtagelse. Rylberg alene ville have krav på to gange årsløn plus EVA-bonuskontoen, svarende til omkring 20 mio. kr. i alt. Dertil kommer værdien af de optionsprogrammer, som var blevet gennemført årene forud for overtagelsen.

³¹ Poul Krüger, Børsretten, s. 234, 240, 384

³² Erik Werlauff, Kapital og stemmeret, s. 82 ff.

³³ ISS årsrapport 2004, s. 20-21, 24-25

1.4.1.2 Poison Pills

Den klassiske poison pill er en vedtægtsbestemmelse, der giver alle eksisterende aktionærer ret til at købe nye aktier i selskabet til en favørkurs, hvis en ny aktionær opkøber en vis procentdel af selskabet aktiekapital. Denne giftpille betyder dels, at tilbudsgiverens indflydelse udvandes, dels at der sker en overførsel af værdier fra selskabet til eksisterende aktionærer og dels at tilbudsgiverens evt. opkøb fordyres, fordi antallet af udestående aktier, der skal erhverves for at opnå kontrol, udvides.

Såvel poison pills som golden parachutes er mest kendt fra udlandet, specielt USA, hvor ledelsen kan indsætte poison pills i selskabets vedtægter. Dette har medført, at mens disse er meget beskrevne i den amerikanske litteratur, er de blot nævnt med få linier i meget af den danske litteratur.³⁴

1.5 Overvejelser for og imod aktieklasser

Indtil den 1. januar 1974, hvor aktieselskabsloven af 1973 trådte i kraft, var det tilladt for danske selskaber at udstede stemmeløse aktier. Som en overgangsregel bestemmer AL § 169, at stemmeløse aktier samt aktier, der har en stemmевærdi, der er mere end 10 gange værdien af nogen anden aktie af samme størrelse, og som er tegnet før ikrafttrædelsesdatoen, vedbliver med at være gyldige, uanset begrænsninger i retten til at udstede aktier med forskellig stemmевærdi. Denne bestemmelse er desuden videreført i den nugældende aktieselskabslov af 2002.

Efter de nugældende regler vil 9,1% af et selskab A-aktiekapital således kunne råde over et flertal af stemmerne, forudsat at den maksimalt tilladte stemmeretsforskel er anvendt. Industriministeriets betænkning nr. 1229 af februar 1992 side 19 illustrerer dette:

Aktiekapital		Stemmer
91 aktier	á 10 stemmer	910 stemmer
909 aktier	á 1 stemme	909 stemmer
<u>1000 aktier</u>		<u>1819 stemmer</u>

Der er ikke begrænsninger for den andel af den samlede aktiekapital, der kan udgøres af stemmesvage aktier, så længe forholdet 10:1 respekteres. Derimod forudsætter beslutning om

³⁴ Finansministeriet m.fl., Debatoplæg om Aktivt Ejerskab, s. 302-303

ændringer i antallet af aktieklasser med forskellige rettigheder tiltræden af samtlige aktionærer, hvis retsstilling forringes jf. AL § 79, stk. 3.

Som også nævnt i betænkning 1229 anvendes stemmeretsdifferentiering ofte ved generationsskifte, hvor den oprindelige ejer af en virksomhed ønsker at bevare kontrollen over denne, uanset en delvis overdragelse. Differentieret stemmewægt ses også anvendt ved efterfølgende tilførsel af kapital samt ikke mindst som værn mod uønskede overtagelser.³⁵ I en udtalelse fra Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalg fremgår det direkte, at det endelige formål med direktivet netop er at eliminere alle hindringer for grænseoverskridende overtagelser, sikre ligebehandling af alle interessenter samt at få afviklet alle forsvarsmekanismer.³⁶ Det betyder således, at den oprindelige intention med differentieret stemmeret efterhånden er en saga blot. Differentierede stemmeretter forbydes naturligvis ikke, men som et egentlig forsvarsværn mod fjendtlige overtagelser, er dets dage efterhånden ved at være talte.

Eftersom artikel 11 indtil videre er valgfri, i hvert fald i en, i direktivet, nærmere angivet overgangsperiode, anser jeg det stadig for relevant at gennemgå det forsvar, som aktier med forskellig stemmeret, ejerlofter og begrænsninger i stemmeretten kan være i en overtagelsessituation. De efterfølgende afsnit vil derfor kaste lys over, hvorledes de enkelte værn er indrettet og fungerer, i hvert fald indtil den 20. maj 2011.

1.5.1 Aktieklasser som værn mod overtagelsesforsøg

Lighedsgrundsætningen i AL § 17, går i al sin enkelthed ud på, at indflydelsen i selskabet skal være lig med den enkeltes kapitalindskud. Art. 42 i kapitaldirektivet omhandler ligeledes lige ret, for lige aktier, hvilket bl.a. blev slået fast med Motortramp A/S i UfR 2003.233.³⁷ Fortalerne for en udjævning af aktieklasserne peger på, at en fastlåsning af ejerstrukturen, kan være skadelig for virksomheden på længere sigt. Omvendt bliver det også påpeget, at en opdeling i flere aktieklasser med differentieret stemmeret, kan være til glæde for alle parter. Her tænkes på, at en hovedaktionær med såvel mulighed for, som incitament til at udføre kontrol og

³⁵ Jan Schans Christensen, Ledelse og aktionærer, s.15-16

³⁶ Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalgs udtalelse om ”Kommissionens forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om overtagelsestilbud”, 2003/C 208/15

³⁷ Erik Werlauff, Selskabsret, s. 470-471

overvågning med selskabsledelsen, vil være til gavn for de samlede aktionærinteresser, og dermed også den samlede samfundsøkonomiske udnyttelse af produktionsressourcerne.³⁸

Som de fire ministerier antyder i debatoplægget om aktivt ejerskab fra maj 1999, skal lovgivningen, set ud fra et retspolitisk synspunkt, modvirke svig og udnyttelse, herunder beskytte minoriteter. Modsætningsvis skal lovgivningen ud fra en økonomisk synsvinkel tilskynde til den bedst mulige udnyttelse af de ressourcer, der er bundet i selskaberne. En af dem, som netop har gjort opmærksom på modsætningsforholdet mellem retfærdigheden på den ene side, og effektiviteten på den anden side, er Jan Schans Christensen.

Ofte er det f.eks. stifteren og dennes familie eller fond, der ønsker at bevare sin indflydelse i selskabet, når nye aktionærer kommer til. Indførelsen af forskellige aktieklasser indebærer således, at aktionærerne i de forskellige aktieklasser får forskellige rettigheder, herunder antallet af stemmer, som oftest i forholdet 10:1. Ligeretsgrundsætningen i AL § 17 kan dermed fraviges, dog således, at vedtægterne skal indeholde en angivelse af; aktieklasserne, størrelsen af disse og begrænsninger i fortegningsretten til nye aktier.

Til gengæld for B-aktiernes lave stemmeret, kan de få tildelt økonomisk præferencetilling, herunder f.eks. forlods ret til udbytte, fortrin ved kapitalforhøjelse eller i værste/bedste fald fortrin frem for andre aktionærer i tilfælde af likvidation.

Stemmeretsdifferentieringen medfører derfor forskellige muligheder for aktionærerne i de to klasser, hvis de er utilfredse med forholdene i selskabet. A-aktionærerne vil typisk bruge deres stemme, og dermed større mulighed for medbestemmelse, på at få ændret forholdene, mens B-aktionærerne, som vil have svært ved at få deres stemme igennem, typisk vil sælge deres aktier for derved at finde et bedre sted at placere deres midler. En naturlig følge heraf er, at A-aktierne er langt mindre omsatte end B-aktierne, hvilket også bør tages i betragtning, alt afhængig af, om ens investering er lang- eller kortsigtet.³⁹

³⁸ Et udmærket og ganske aktuelt eksempel herpå er Fodboldklubben Brøndby, der pga. modstridende holdninger blandt bestyrelsesmedlemmerne, mht. den fremtidige drifts, investerings- og risikoprofil af selskabet, mistede tre af sine bestyrelsesmedlemmer over natten. Selskabet offentliggjorde dog allerede samme dag en ny kandidat til formandsposten, hvilket fik markedsværdien af selskabets noterede aktiekapital til at falde tilbage til nogenlunde det oprindelige niveau fra den foregående handelsdag.

³⁹ Det er dog ikke en forudsætning, som gør sig gældende på ethvert marked, men på det danske marked, som desværre ikke må siges at være særligt volatilt, er det en tendens, som ofte ses. OMX-samarbejdet tyder dog på, at

At der såvel er fortalere som kritikere af differentierede aktieklasser er som udgangspunkt ikke noget nyt. På den ene side beskytter de en stifter eller dennes familie mod uinviterede overtagelser, mens de på den anden side besværliggør grænseoverskridende aktieinvesteringer. Ofte ses det, at de børsnoterede selskaber udelukkende har noteret B-aktierne, mens A-aktierne er ejet af den tidligere ene-ejer(kreds) og er forblevet unoterede. På den måde kan en A-aktionær, med en ellers beskeden andel af den samlede kapital, opnå en bestemmende indflydelse, alene pga. en høj andel af det samlede antal stemmer.

Det er således det effektive værn mod fjendtlige overtagelser, som kan vedtages i medfør af AL §§ 17 og 67, der med det nye overtagelsesdirektiv angribes. Således vil et selskab ikke længere kunne gemme sig bag en mur af stemmetunge A-aktier, men må føje sig og åbne op for, at andre interesserede kan byde på og eventuelt overtage virksomheden. I de senere år har vi dog set markedsmekanismer gøre et godt indhug i disse, hvilket skal ses i lyset af, at investorer ønsker indflydelse og medbestemmelse, hvilket en opdeling i aktieklasser ikke ligefrem fordrer til.

1.5.2 Markedsmekanismernes indflydelse på vedtægts- og aftalemæssige bestemmelser

Når det handler om markedsmekanismerne, vil presset fra investorerne, ud fra et markedsrelateret synspunkt, successivt tvinge selskaberne til at opgive vedtægts- og aftalemæssige bestemmelser. Et ofte fremført argument, og efter min mening med betydelig relevans, er, at markedsmekanismerne selv kan regulere eksempelvis valget/fravalget af stemmeretsbegrænsninger. Dette vil automatisk ske den dag, hvor de store institutionelle investorer, eksempelvis pensionsfondene, ikke længere nærer interesse for f.eks. B-aktiernes reducerede stemmeret og dermed indflydelse. Ved f.eks. ny-emissioner er selskaberne ofte dybt afhængige af de store institutionelle investorer, så en naturlig følge heraf vil være at ophæve de eksisterende barrierer, som hindrer, at store investorer placerer deres midler i det enkelte selskab.⁴⁰

Men Europa-kommissionen er ikke af den opfattelse. Her fastholdes til stadighed, at der er behov for lovgivning på området. I den retsvidenskabelige debat har man helt tilbage fra 1974

også Københavns Fondsbørs nærer større interesse, hvilket naturligvis også var formålet. Man kunne derfor håbe på, at A-aktierne i nær fremtid ville blive genstand for en større handel og derved også, teoretisk set, afspejle en højere kurs.

⁴⁰ Erik Werlauff, Børs- og kapitalmarkedsret, s. 341 -342

påpeget, at disse indgreb var helt uforholdsmæssige. Både med hensyn til de stemmeløse aktier, men også til debatten om, hvorvidt det er nødvendigt at opstille lovmæssige rammer for begrænsninger i ejer- og stemmeloft, samt for den differentierede stemmerets vedkommende.

At markedsmekanismerne ikke blev fundet tilstrækkelige, hang sammen med, at kommissionen også lagde op til at forbyde stemmeloft. På dette område var der tale om et forslag, der kunne få meget alvorlige konsekvenser for flere danske selskaber. Mens A- og B- problematikken primært er et problem for fonds-, familie- og hovedaktionærdominerede selskaber, så er stemmeloftsproblematikken mere et egentligt uafhængighedsproblem for mange selskaber i eksempelvis finanssektoren.⁴¹

Som det fremgår af overtagelsesdirektivet, er det indtil videre valgfrit at sætte de ovenfor nævnte værn ud af kraft, men som jeg også senere vil komme ind på, forventes det, at det blot er i en overgangsperiode. Direktivet træder i kraft den 20. maj 2006, men allerede den 20. maj 2011 vil direktivet sandsynligvis være at finde i en ny og sandsynligvis mere hard-core version. Lettelsen over, at direktivet i sin nuværende skikkelse indeholder den grad af valgfrihed, kan derfor senere vise sig at blive meget dyr for virksomhederne. At værnene i Danmark alligevel så småt forsvinder på grund af markedskræfterne, er en anden diskussion, men det hænger i sagens natur nok sammen med, at vi i Danmark ikke har det mest volatile marked, sammenlignet med de langt større europæiske børser.

1.6 Stemmeretsbegrænsninger

Stemmeretsbegrænsning er en generel betegnelse for de undtagelser, som fraviger hovedreglen om ”en aktie – en stemme”. Forskellen på stemmeretsdifferentiering og stemmeloft er, at en opdeling i aktieklasser begrænser den enkelte *akties* indflydelse, mens et stemmeloft medfører, at den enkelte *aktionærs* indflydelse begrænses.

Stemmeretsbegrænsninger er hyppigt anvendt i danske selskabers vedtægter. Af en undersøgelse, af vedtægterne i de 50 største danske aktieselskaber fra 1998, fremgår det, at der i 29 ud af de 50 selskabers vedtægter, er bestemmelser om stemmeretsbegrænsninger, typisk bestemmelser om aktieklasser.⁴² Af en anden undersøgelse lavet af Caspar Rose fremgår det, at

⁴¹ Erik Werlauff, Børs- og kapitalmarkedsret, s. 340-342.

⁴² Finansministeriet m.fl., Debatoplæg om Aktivt Ejerskab, s. 231 - 235

andelen af selskaber med stemmeretsdifferentiering siden hen er faldet til 51%.⁴³ Undersøgelsen er refereret i NTS 2001:2. De nyeste undersøgelser⁴⁴ peger dog i retning af, at antallet af selskaber med stemmeretsbegrænsninger er i tilbagegang. Undersøgelsen, der her refereres til, afdækkede selskabsledelse generelt, herunder benyttelsen af differentierede aktieklasser og begrænsninger i ejer- og stemmeret. Det fremgår blandt andet, at 27% af de undersøgte selskaber har differentierede aktieklasser, mens 21% har begrænsninger i ejer og stemmeret. Der er dog desværre det men, at der i undersøgelsen kun er medtaget de banker, der indgår i KFX-indekset og MidCap-indekset da *finansiel virksomhed ellers ville dominere billedet for meget*⁴⁵ Generelt kan det dog siges, at der er en klar tendens til, at antallet af selskaber med differentierede aktieklasser og begrænsninger i ejer- og stemmeret er på tilbagegang.

I AL § 79 stk. 4. er der hjemmel til at indføre bestemmelser om begrænsninger i adgangen til at udøve stemmeret for egne eller andres aktier til en nærmere fastsat del af stemmerne eller af den stemmeberettigede aktiekapital. Dette kræver dog jf. § 79 stk. 5, dobbelt 9/10 af såvel de afgivne stemmer som af den på generalforsamlingen repræsenterede stemmeberettigede kapital. Et stemmeloft gør sig ikke kun gældende overfor en enkelt aktionær, men også overfor en gruppe af aktionærer, der kan anses som én interessegruppe. Et stemmeloft som dette, har eksempelvis Max Bank⁴⁶ haft gennem de senere år, men er i år, på opfordring fra én af aktionærerne, kommet på dagsordenen til den ordinære generalforsamling. Aktionæren har påpeget, at bestemmelsen bør ophæves, men Max Banks bestyrelse har forud for generalforsamlingen meldt ud, at de ikke

⁴³ I Poul Krügers *Børsretten* gennemgås selskabernes udvikling i vedtægtsbestemte stemmedifferentiering. Det nævnes bl.a., at 1229/1992 oplyser at 80% af de børsnoterede selskaber har aktieklasserinddeling med stemmeretsdifferentiering. I Harrit, Storgaard og Wittendorfs undersøgelse var tallet faldet til 72% og endelig har Caspar Roses undersøgelse, refereret i NTS 2001:2, vist, at andelen af selskaber med stemmeretsdifferentiering siden hen er faldet til 51%

⁴⁴ Ugebrev for bestyrelser gennemførte i 2004 en omfattende kortlægning af Corporate Governance og investor relations i 100 børsnoterede selskaber. Undersøgelsen har dog det minus, at den i sin udvælgelse af målgruppen for kortlægningen, er gået uden om en stor del af pengeinstitutterne, hvorfor man ikke helt kan regne med tallene som værende dækkende for markedet generelt.

⁴⁵ Ugebrev for Bestyrelser, selskabsledelse i 100 børsnoterede selskaber, s. 7. Som skrevet, kan de henholdsvis 27% og 21% ikke direkte sammenlignes med de øvrige undersøgelser, idet undersøgelsen har afgrænset sig til at omhandle alle større selskaber, undtagen i de tilfælde, hvor finansiel virksomhed ellers ville have domineret billedet.

⁴⁶ Den tidligere Håndværkerbanken

kan tilslutte sig forslaget, idet der direkte henvises til at denne skal ses som et værn imod en fjendtlig overtagelse.⁴⁷

I Bank- og Sparekasseloven (BSL) Kapitel 3a om ejerforhold, fremgår det af § 7b, stk. 1, at Finanstilsynet på forhånd skal underrettes om og godkende enhver fysisk eller juridisk persons direkte eller indirekte erhvervelse af en kvalificeret andel i et pengeinstitut. I § 7b, stk. 2 præciseres en kvalificeret andel som værende en direkte eller indirekte besiddelse af mindst 10% af kapitalen eller en andel, som giver mulighed for at udøve en betydelig indflydelse på ledelsen af pengeinstituttet. I selskaber med spredt ejerskab (den angelsaksiske model) er det oftest tilstrækkeligt at eje 15-20% af aktiekapitalen for at have praktisk majoritet, hvilket jo igen er mere eller mindre ensbetydende med beføjelser til at udpege de generalforsamlingsudvalgte bestyrelsesmedlemmer, og i sidste ende at udnævne og afskedige selskabets direktion.⁴⁸

Noteringsfristen kan på sin vis også have en vis indflydelse på generalforsamlingen. I AL § 67, stk. 2 er det fremhævet, at vedtægterne kan bestemme, at en aktionær, der har erhvervet aktier ved overdragelse, ikke skal kunne udøve stemmeret for de pågældende aktier på generalforsamlingen, uden at aktierne er blevet noteret i aktiebogen, eller aktionæren har anmeldt og dokumenteret sin erhvervelse. Denne noteringsfrist er således også udtryk for en stemmeretsbegrænsning, som styrker de oprindelige aktieejeres position, og som skal sikre dem imod, at nye aktionærer uden varsel overrasker dem på selskabets generalforsamling.

1.6.1 Stemmeloft

Stemmeloftet har det klare formål at undgå en eller flere storaktionærer i at sætte sig på selskabet. I aktieselskabsloven er der givet mulighed for i vedtægterne at fastsætte stemmeloftet, således at en aktionær eller en gruppe af aktionærer, der må anses som én interessegruppe, får en maksimeret stemmeret. Det kan f.eks. vedtages, at ingen kan udøve mere end 100 stemmer uanset hvor mange aktier vedkommende ejer, eller at ingen kan udøve stemmeret for mere end 10% af aktiekapitalen. Som ovenfor beskrevet, har Max Bank i Næstved f.eks. benyttet sig af et stemmeloft til at sikre sig mod fjendtlige overtagelser. Banken har i sine vedtægter indskrevet, at ingen aktionær kan eje mere end maksimalt 10% af aktiekapitalen. I en anden mindre lokalbank,

⁴⁷ Københavns Fondsbørs, Fondsbørsmeddelelse af 4. marts 2005, Indkaldelse til ordinær generalforsamling 22. marts 2005 i Max Bank

⁴⁸ Finansministeriet m.fl., Debatoplæg om Aktivt Ejerskab, s. 234-235

nemlig Bonusbanken, har man derimod for nyligt gjort det modsatte og ophævet bestemmelsen om stemmeretsbegrænsningerne i vedtægterne. Dette skal dog ses i sammenhæng med, at banken på anden måde har sikret sig, og derfor ikke længere havde behov for de gammeldags værn mod overtagelser.

Aktier udenfor stemmeloftet er bestemt ikke uden betydning, og slet ikke siden det 13. selskabsdirektiv er vedtaget. Stemmелøse aktier udenfor loftet har stadig ret til udbytte, fondsaktier mv., og de får endvidere en vis betydning ved vedtægtsændringer. Vedtægtsændringer kræver nemlig tilslutning fra mindst 2/3 af de afgivne stemmer og 2/3 af den på generalforsamlingen repræsenterede stemmeberettigede aktiekapital (AL § 78, stk. 1, om dobbelt 2/3). Til den stemmeberettigede aktiekapital medtælles alle tilstedeværende aktier – også de, der er stemmeløse på grund af stemmeloftet

Som det nævnes i Debatoplægget fra de fire ministerier, kan indførelsen af et stemmeloft bevirke en afdæmpning af investors interesse for at investere i selskabet, med henblik på at opnå en betydelig eller bestemmende indflydelse. For kort at vende tilbage til Bonusbanken igen, ses dette tydeligt, idet bankens aktiekurs, som følge af ophævelsen af vedtægtsbestemmelsen om stemmeretsbegrænsninger, steg betydeligt.

1.6.2 TDC-sagen

Allerede nu, ser vi derfor også flere selskaber, som selv tager initiativ til at foreslå at disse vedtægts- og aftalemæssige bestemmelser tages ud af vedtægterne. Et eksempel herpå er det danske børsnoterede selskab TDC, der forud for indkaldelsen til dets ordinære generalforsamling i år, udsendte en fondsbørsmeddelelse med forslag om at ophæve bestemmelsen om, at ingen aktionær kunne eje mere end 9,5% af aktiekapitalen, med mindre bestyrelsen samtykkede. TDC begrundede selv ophævelsen af reglen med det amerikanske teleselskab SBCs salg af sin ejerandel i TDC i juni 2004, hvorfor der ikke længere var behov for begrænsninger i aktiernes omsættelighed. For mig at se, er det nok ikke den eneste begrundelse, men kunne i særdeleshed også hænge sammen med det nye overtagelsesdirektiv. Det kunne tænkes, at TDC ikke ønskede at komme i samme situation som Max Bank, at skulle begrunde en fortsat opretholdelse af et ejerloft, hvorfor man selv tog konsekvensen heraf, og foreslog en ophævelse af ”den gammeldags” og snart ikke-brugelige bestemmelse i vedtægterne.

1.7 Ejerbegrænsninger

Alle aktier er i medfør af AL § 18 frit omsættelige og ikke indløselige, medmindre andet følger af lov. For så vidt angår navneaktier, kan vedtægterne jf. § 18, stk. 2, fastsætte begrænsninger i omsætteligheden eller bestemmelser vedrørende indløsning. Igen er formålet at sikre udvalgte aktionærer og ledelsen større indflydelse, mens midlet dog er noget anderledes, idet det er omsætteligheden og ikke stemmeretten, der påvirkes. Resultatet er dog mere eller mindre det samme; undgå uønskede koncentrationer af aktier og uventede/uønskede forsøg på overtagelse af selskabet.

Ligesom ved stemmeretsbegrænsninger, er der i AL indført bestemmelser om omsættelighedsbegrænsninger. Af AL § 79, stk. 2 fremgår det, at der ved vedtagelse eller skærpelse af bestående begrænsninger, kræver dobbelt 9/10 stemme- og kapitalmajoritet på generalforsamlingen.

I AL § 20 er vedtægternes bestemmelser om samtykke til aktieoverdragelse reguleret. Disse går i al simpelhed ud på at sikre, at bestyrelsen ikke kan opnå en uhensigtsmæssig stor indflydelse i selskabet. Hvis en sådan bestemmelse ikke fremgår af vedtægterne, kan bestyrelsen i princippet afvise aktionærer, der gerne vil ud af deres ejerskab, ligesom det kan tilvælge aktionærer, som er positivt stemt overfor bestyrelsen.

Indløsningspligt eller –ret, skal også fremgå af vedtægterne. Selskabet eller andre kan have ret til at kræve indløsning ved f.eks. en vis begivenheds indtræden eller blot efter et bestemt antal år. Indløsningspligten følger også i det tilfælde, at en aktionær ejer mere end 9/10 af aktierne i et selskab. Bestemmelserne i § 20 a-d, har særlig betydning i forbindelse med eksempelvis en overtagelse af en virksomhed. Optagelse i vedtægterne af bestemmelser om, at aktionærerne forpligtes til at lade deres aktier indløse udenfor tilfældet af selskabets opløsning, skal ligeledes tiltrædes af dobbelt 9/10 majoriteten, jf. AL § 79, stk. 2, nr. 3. og har ikke noget at gøre med mindretalsaktionærernes pligt eller ret til at lade sig indløse, såfremt en aktionær ejer mere end 9/10 af aktierne i et selskab samt en tilsvarende del af stemmerne.

Ejerloftet er et meget virkningsfuldt middel. Hvis en aktionær besidder aktier ud over et stemmeloft eller besidder aktier med lavere stemmeret, kan vedkommende blokere for vedtagelser af vedtægtsændringer som følge af hans indflydelsesmulighed i forhold til den på generalforsamlingens repræsenterede stemmeberettigede aktiekapital. Derimod har aktier, der besiddes ud over et ejerloft ingen stemmemæssig indflydelse. Bestemmelsen om ejerloftet

hindrer således indflydelse i selskabet for en aktiebesiddelse, som ligger ud over loftet, og aktionæren kan pålægges at afhænde en overskydende del af sin besiddelse. Som tidligere nævnt indeholder AL bestemmelser om, at noterede aktier skal være frit omsættelige mv., hvorfor Fondsbørsen derfor kun tillader ejerlofter på 10% eller mere af den nominelle aktiekapital.

En sidste omsættelighedsbegrænsning, og den mest abstrakte og mindst regulerede af dem alle, er aktionæroverenskomster. Disse er ikke reguleret af aktieselskabsloven og skal heller ikke anmeldes til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen. Endvidere kan de målrettes mod aftaler indgået mellem enkelte aktionærer og imødegå ensartede interesser, evt. af midlertidig karakter. Desuden er de lettere at opsiges. En aktionæroverenskomst forpligter kun aftaleparterne og er ikke offentlig tilgængelig. Formålet med en aktionæroverenskomst kan f.eks. være at sikre en ønsket magtbalance eller fremtidig struktur i selskabet. Det kan være bestemmelser, der forpligter deltagerne til at stemme for en given sammensætning af ledelsen eller omsættelighedsbegrænsninger i form af krav om samtykke blandt aftaleparterne til aktieoverdragelse. Som det senere vil fremgå, vil aktionæroverenskomster, kendt af selskabet, dog skulle fremgå af selskabers fremtidige årsrapporter, og ligeledes fremlægges på selskabets ordinære generalforsamling.

1.8 Merværdi for A-aktierne?

Om selve merværdien af den stemmestærke A-aktiekapital kan det fremføres, at der er stor forskel på prisfastsættelsen af denne, alt afhængig af, hvor det enkelte selskab er noteret. I de senere år er diskussionen endvidere udbygget til også at omhandle *om* der overhovedet kan være tale om en reel merværdi, for den stemmestærke andel af kapitalen.

For at underbygge det første punkt, vil jeg henvise til en række undersøgelser, som er foretaget i slutningen af de sidste århundrede og refereret i de fire ministeriers Debatoplæg om Aktivt Ejerskab fra 1999. Heri ses det tydeligt, at jo længere vi kommer ned i Europa, des højere pris er investorer villige til at betale for de stemmestærke aktier. Endvidere fremføres det, at i situationer, hvor der er tale om salg af en aktiepost, der vil give en bestemmende indflydelse i selskabet, er investoren ligeledes villig til at betale en højere pris.

Om der overhovedet kan blive tale om en højere pris for A-aktiekapitalen, er særligt kommet på dagsordenen efter der blev afsagt dom i den tyske Siemens-sag. Heri blev det fremført, at den solgte A-aktiepost ikke var blevet ”anvendt” til at opretholde kontrollen med selskabet, og retten

anså derfor ikke, at der var noget grundlag for at afregne A-aktieposten med mere end hvad en tilsvarende B-aktiepost ville have kunnet indbringe.

I diskussionen af, *om* der skal præsteres en modydelse, er det imidlertid vigtig at afgøre, om man konsekvent må fastholde, at en aktie er en aktie, og at enhver aktie ejer en lige forholdsmæssig del af selskabsformuen, uanset sin benævnelse, eller om der *skal* præsteres en modydelse til de eksisterende A-aktionærer, altså en form for vederlag for merværdi.

I tilfælde af kapitalnedsættelse med udbetaling til aktionærerne, eller i tilfælde af likvidation, kan en skævdeling af selskabsformuen ikke ske uden udtrykkelig hjemmel i vedtægterne. Dette uanset om markedsmekanismerne i praksis har sat højere pris på den stemmetunge end på den stemmelette aktieklasse. Undersøgelser af kursspreadet mellem A- og B-aktier har nemlig vist, at A-aktierne langt fra altid handles til en højere kurs end B-aktierne. I et effektivt marked bør A-aktierne teoretisk set handles til en højere kurs, da den højere stemmевærdi gør A-aktierne værdifulde i en overtagelsessituation. Modsat forventet, handles B-aktierne i Danmark faktisk højere end A-aktierne, hvilket Caspar Rose primært begrundes med den manglende likviditet for handlen med A-aktier.⁴⁹

I de tilfælde, hvor en omfordeling mellem de forskellige aktieklasser tænkes foretaget, er praksis umiddelbart en anden. Skattemyndighederne godkender i overvejende grad kun udjævningen af de retlige forskelle mellem aktieklasserne på betingelse af, at der herved bliver givet en modydelse til de aktier, der giver afkald på en overlegen stemmestyrke. I Werlauffs Børs- og kapitalmarkedsret skitseres det, at der i hvert enkelt tilfælde udarbejdes en plan, hvori der i det mindste tages følgende forhold i betragtning: 1. Konvertering af (nogle) B-aktier til A-aktier. 2. Opskrivning af A-kapitalen gennem fondsaktier. 3. Modydelse til de hidtidige A-aktionærer gennem tildeling af flere A-fondsaktier forholdsmæssigt til de gamle A-aktionærer end til de gamle B-aktionærer. 4. Andre modtydelser, eksempelvis fordelene for A-aktionærer ved at eventuelle omsættelighedsbegrænsninger fjernes.

Skattemyndighederne fastholder konsekvent, at ændrede klasseforhold i et selskab, efter omstændigheder kan indebære overflytning af formueværdier mellem aktionærer, hvilket jo almenkendt udløser skattepligt. Denne opfattelse deles ikke af alle. Henrik Zahle har i sit

⁴⁹ Caspar Rose, EU's overtagelsesdirektiv – nogle retlige og økonomiske betragtninger, s. 12.

responsumsvar til Dansk Industri påpeget, at denne ekspropriation ikke bør udløse skattepligt, mens eksempelvis Erik Werlauff ikke deler samme holdning.

Her kan det være relevant at søge svar i den tyske lovgivningsmagts løsning på problemet, idet de har fastslået, at i alle tilfælde, hvor A-aktier mister deres stemmeprivilegier, skal der ydes et rimeligt vederlag for mistede privilegier. Som det også senere vil blive diskuteret, er det også udgangspunktet i det nyligt vedtagne overtagelsesdirektiv fra Europa-kommissionen. Erik Werlauff nævner, at et vederlag kunne tænkes at udgøre 10-15%, svarende til den merværdi markedet sætter på stemmetunge aktier. Her tænkes ikke på den kurs, der kan aflæses på Københavns Fondsbørs, men på den kurs, som markedet har vist sig villig til at betale i forbindelse med overtagelser af større indflydelsesrige aktieposter i såvel børsnoterede som ikke børsnoterede selskaber.

At Caspar Rose blandt andet har begrundet B-aktiernes højere kurs med den manglende likviditet på det danske børsmarked, og sat spørgsmålstegn ved, om forudsætningerne i Danmark er til stede, for at vi kan få et effektivt marked for virksomhedskontrol finder jeg interessant.⁵⁰ Denne problemstilling har jeg derfor valgt at tage op igen som afslutning på kap. 3, da jeg anser dette for en ganske interessant betragtning.

1.9 Sammenfatning på kapitel 1 – Danmark før 13. selskabsdirektiv

I kapitlet om Danmark før 13. selskabsdirektiv har jeg koncentreret mig omkring en række emner, der tilsammen gerne skulle have givet et indblik i den historiske baggrund for direktivet, hvorledes anbefalingerne for god selskabsledelse har udviklet sig og endelig en introduktion til de aktuelle vedtægts- og aftalemæssige bestemmelser, som overtagelsesdirektivet retter sig imod.

Som det tydeligt fremgår, er vedtægts- og aftalemæssige bestemmelser på ingen måde noget nyt fænomen, men kan spores helt tilbage til det 18. århundrede. Op gennem det 20. århundrede intensiveredes diskussionen og ikke mindst kritikken af disse, således at der i de nyeste versioner af aktieselskabsloven er indsat bestemmelser herfor, både hvad angår indretningen heraf, beslutningen om at indføre disse, og ikke mindst ophævelsen af samme.

⁵⁰ Caspar Rose, EU's overtagelsesdirektiv – nogle retlige og økonomiske betragtninger, s. 12

Efterhånden som Corporate Governance-begrebet har vundet mere og mere indpas, er fokus de seneste år igen blevet rettet mod hensigtsmæssigheden af disse bestemmelser, ikke mindst som følge af Nørby-udvalgets anbefalinger for god selskabsledelse i henholdsvis 2001, 2003 og sidst her i 2005. Corporate Governance-begrebet er dog væsentlig mere udviklet i en lang række af de lande, som vi dagligt omgiver os med. I EU er det således besluttet, at vi på europæisk plan skal have fælles retningslinier for, hvordan og i hvor stor omfang de enkelte selskaber skal forholde til god selskabsledelse. I Nørby-udvalgets seneste rapport fra maj 2005, er de danske anbefalinger tilpasset til at kunne virke under det nye ”Comply or explain”-princip, som forventes gennemført med de to nye henstillinger fra EU’s side.

Det nye princip har dog medført, at anbefalingerne i dag er noget løsere formuleret, og en række ting er direkte taget ud igen. Det gælder eksempelvis anbefalingen om, at bestyrelsesmedlemmer kun sidder for en periode på maksimalt ni år. Opmærksomheden alene på disse ting, giver dog forhåbentlig fornyet lyst til at tage disse til eftermæle, også trods det, at de ikke længere fremgår af det nyste sæt anbefalinger.

Af undersøgelser fremgår det, at antallet af selskaber med såvel differentierede aktieklasser som ejer- og stemmelofter er på tilbagetog. De nyeste offentliggjorte undersøgelser fra efteråret 2004 peger på, at flere og flere selskaber ophæver tidligere vedtægtsmæssige bestemmelser, mens flere selskaber har fulgt efter, på deres generalforsamlinger her i foråret. Og markedsmekanismerne alene vil sandsynligvis skulle tillægges denne udvikling som værende den væsentligste årsag. Tendensen går hen imod, at flere og større investorer ønsker indflydelse, hvilket de tidligere overtagelsesværn i høj grad ikke understøtter.

Ophævelse af vedtægts- og aftalemæssige bestemmelser medfører helt naturligt en række overvejelser. Blandt andet spørgsmålet om ekspropriation melder sig, hvor vi har set flere modsatrettede afgørelser. Flere er af den holdning, at en ophævelse af eksempelvis differentierede aktieklasser selvfølgelig bør medføre erstatning til den aktieklasse, som lider et økonomisk tab for de rettigheder, som helt automatisk følger med den stemmetunge aktie. Den tyske Siemens-dom gav dog et hak i tuden til disse, idet den fastlagde, at så længe en retsposition ikke har været benyttet til at opretholde kontrollen i selskabet, så vil den heller ikke medføre erstatning for tab af disse rettigheder.

Vedtægts- og aftalemæssige bestemmelser lider således i disse år under et stort pres fra såvel investorernes som fra lovgivers side. Det vi ser nu, er således et skridt ’back to basic’, hvor magten igen placeres hos ejerne, og ikke som nu, hos ledelsen i selskabet. Som vi også vil se i

det næste kapitel, gør de nye tiltag fra Europa-Parlamentets og Rådets side det absolut ikke nemmere at være selskab, beskyttet af disse vedtægts- og aftalemæssige bestemmelser, som indtil nu har været opretholdt for at beskytte mod uinviterede overtagelsesforsøg. I det næste kapitel vil jeg således rette fokus mod selve det nye overtagelsesdirektiv, og hvorledes vi kan forvente dette blive implementeret i dansk ret.

Kapitel 2. Overtagelsesdirektivet og dets implementering i Danmark

Siden 1972 har Europa-kommissionen arbejdet med et direktiv omhandlende bl.a. en lettere adgang til overtagelser af virksomheder. Direktivforslaget er fra kommissionens side ikke tænkt som en tilskyndelse til overtagelser i sig selv, men mere som et bidrag til at skabe positiv omtale omkring mulighederne og nødvendigheden for at tage kampen op mod den internationale konkurrence.

5. selskabsdirektiv – eller strukturdirektivet som det også blev kaldt, beskæftigede sig med selskabers struktur; generalforsamlingen, bestyrelsen og direktionen. Det blev foreslået, at stemmeløse B-aktier blev tilladt og efter direktivet højst måtte udgøre 50% af den samlede selskabskapital. Hvorvidt den nationale selskabslovgivning ønskede at benytte sig af muligheden for at gøre B-aktierne stemmeløse skulle være helt op til den enkelte stat. At der blev givet mulighed for at udstede B-aktierne som stemmeløse, ændrede ikke selskabernes mulighed for at udstede disse med særlig udbytteret, likvidationsudlodningsret, særlig valgret til bestyrelsen m.v. Disse modbydelser til de stemmesvage B-aktier stod i skærende kontrast til en jordnær erhvervsmæssig tankegang, dog med den modifikation, at i tilfælde af dårlige økonomiske forhold, kunne fuld stemmeret reetableres. På den måde blev ”Den pengeløse idémand” opvejet med ”Den pengestærke investor”.⁵¹

Dansk praksis har hidtil været, at sådanne indgreb kun får indflydelse på kommende emissioner, mens man i de fællesskabsretlige traditioner ”desværre” ser overgangsordninger på 1-2 år. Helt at frede bestående selskaber mente Erik Werlauff imidlertid ikke at man kunne være sikker på⁵², hvilket også vil fremgå af det følgende, hvor jeg vil behandle direktivet, herunder overgangsordningen, for det nyligt vedtagne 13. selskabsdirektiv. Det direktiv, vi på nuværende tidspunkt er blevet præsenteret for, er et forsøg på at synliggøre og i mild grad implementere en række tiltag, som skal være med til at gøre en fuldstændig overgang væsentlig lettere. Jeg tror,

⁵¹ Erik Werlauff, Synspunkt: A- og B-aktier: Hvad kan selskaberne gøre? s. 29

⁵² Erik Werlauff, Børs og kapitalmarkedsret, side 345

at det vi ser nu, er direktivet i en blød udgave, mens vi om 6 år vil se en væsentlig ”hårdere” udgave af samme, hvor valgfriheden med stor sandsynligvis vil være ikke-eksisterende. Hvorfor, vil jeg forsøge at komme ind på i det efterfølgende.

2.1 Europa-Parlamentets og Rådets Direktiv 2004/25/EF af 21. april 2004 om overtagelsestilbud

”Et direktiv er et hensigtsmæssigt middel til at fastlægge en ramme, der fastsætter visse fælles principper og et begrænset antal generelle forskrifter, som medlemsstaterne skal gennemføre ved hjælp af mere detaljerede regler i overensstemmelse med deres nationale systemer og kulturelle traditioner”. Således fastsættes det i direktivets betragtning nr. 26.

I det nærværende direktiv har man vurderet, at målene om at fastlægge minimumsregler for gennemførelse af overtagelsestilbud, samt sikre et tilfredsstillende niveau for beskyttelse af indehavere af kapitalandele i hele EU, ikke i tilstrækkelig grad kan opfyldes af medlemsstaterne, men at der er behov for gennemsigtighed og retssikkerhed, når opkøberne bliver grænseoverskridende, og kan derfor på grund af omfang og virkninger bedre gennemføres på fællesskabsplan.

I forbindelse med de enkelte udkast til det 13. selskabsdirektiv, havde Europa-kommissionen vidtrækkende planer om konsekvensændringer i også andre direktiver og direktivudkast. Der skulle ikke blot fastlægges procedurer for overtagelser, men også materielt skabes lettere adgang for grænseoverskridende overtagelser, herunder gennem fjernelse eller udjævning af nationale forskelligheder i selskabslovgivningen. Så vidt kom det dog aldrig.⁵³

På baggrund af udkastet fra 1989 og 1990 blev arbejdet med forslaget i 1991 afbrudt på grund af stor modstand fra nogle af medlemsstaterne. Det betød, at direktivet kom til at ligge stille indtil 1996, hvor kommissionen fremlagde et revideret forslag, som igen blev afpuddet i henholdsvis 1997 og 1999. Det, man på daværende tidspunkt havde arbejdet sig frem til, var et rammedirektiv, idet et flertal af staterne havde tilkendegivet, at de foretrak et direktiv med en række generelle principper for overtagelsesprocedurer – snarere end et direktiv, der forsøgte at tilvejebringe en detaljeret harmonisering.

⁵³ Niels Erik Nielsen m.fl., Overtagelsestilbud, s. 22

Det foregående forslag til EU's regulering af overtagelsesforsøg blev i juli 2001, efter 12 års forhandlinger, mange ændringsforslag og en forligsprocedure, som havde resulteret i en kompromistekst mellem repræsentanter i Europa-Parlamentet og Ministerrådet, afvist af medlemslandene repræsentanter i Europa-Parlamentet under den endelige plenumbehandling i Parlamentet, som følge af politisk uenighed om reglernes indhold og hensyn til nationale interesser. Kommissionen var dermed tvunget til at komme med et nyt forslag. Der blev nedsat en "ekspertgruppe på højt niveau for selskabsret", hvilket mundede ud i "Winter-rapporten". På den baggrund, blev der den 4. oktober 2002 fremsendt et nyt direktiv, som var et rammedirektiv med minimalkrav, og som medlemsstaterne frit kun udvide. Ad flere omgange, herunder den 3. marts 2003, den 19. maj 2003, den 26. november 2003 og den 22. december 2003 nåede man frem til enighed om en lang række udestående spørgsmål, som primært var en passende balance mellem på den ene side art. 9, om defensive foranstaltninger og på den anden side omfanget af art. 11, om neutralisering af forsvarsmekanismer, både som led i og efter et vellykket overtagelsestilbud. Forslaget blev derefter formelt godkendt i første høring i Rådet den 30. marts 2004, og Rådet og Parlamentet undertegnede den 21. april 2004 direktiv 2004/25/EF af 21. april 2004 om overtagelsestilbud.⁵⁴

I de følgende afsnit vil jeg skitsere de væsentligste bestemmelser i direktivet samt hvilke betydninger de fremover vil få, med særlig fokus på de områder, som jeg har behandlet i kapitlet ovenfor. Som det vil fremgå, vil Grundlovens § 73 blive diskuteret samt skatte- og selskabsmæssige konsekvenser, for at give et bedre og mere dybdegående indtryk af direktivet.

2.1.1 Aktieretlig regulering af ejer- og stemmeretsforhold

Ud fra betragtning 3 i direktivet, er det nødvendigt med klarhed og gennemsigtighed, særligt når retlige spørgsmål skal afgøres i forbindelse med overtagelsestilbud, og for at hindre, at rammerne omkring selskabsomstrukturering i fællesskabet fordrejes på grund af tilfældige forskelle i administrations- og ledelseskulturerne.

I ovennævnte kan man være overvejende enig eller uenig, men for mig at se, går såvel den nationale som den internationale udvikling hen imod, at sådanne tiltag er nødvendige, naturligvis med henvisning til de valgfri ordninger, som direktivets artikel 12 behandler.

⁵⁴ Niels Erik Nielsen m.fl., Overtagelsestilbud, s. 24-29

Direktivet angår 3 former for aktieretlig regulering af ejer- og stemmeretsforhold:

- 1) Mulighed for tilsidesættelse af stemmeretsdifferentiering - ofte betegnet opdeling i A- og B-aktier
- 2) Mulighed for tilsidesættelse af stemmeretsbegrænsninger, f.eks. vedtægtsbestemmelse om, at en aktionær højst kan udøve stemmeret for en bestemt procent af aktiekapitalen.
- 3) Mulighed for tilsidesættelse af omsættelighedsbegrænsninger, f.eks. ejerloft eller krav om bestyrelsesgodkendelse af overdragelser.

Det absolut mest bemærkelsesværdige ved direktivet er, at vedtægtsbestemte eller aftalte stemmeretsbegrænsninger og omsættelighedsbegrænsninger, i alle selskaber, hvis kapitalandele er optaget til notering på regulerede markeder, mere eller mindre neutraliseres ved direktivets ikrafttræden. Bortfaldet af stemmeretsbegrænsninger og omsættelighedsbegrænsninger betyder således, at det bliver muligt for tilbudsgiveren på den første generalforsamling at opnå, at det er aktionærerne og ikke den hidtidige ledelse, der tager stilling til forsvarsforanstaltninger over for tilbuddet.⁵⁵

Stemmeretsbegrænsning, stemmeretsdifferentiering og omsættelighedsbegrænsninger har som tidligere nævnt forskellige formål. Stemmeretsbegrænsning regulerer ikke ejerskabet, men afværger, at enkelte aktionærer får meget stor indflydelse. Samme effekt følger naturligvis af begrænsning af ejerskab, som eksempelvis adskillige banker benytter sig af. Omvendt indebærer stemmeretsdifferentiering som tidligere nævnt hovedsageligt en beskyttelse af en dominerende position i selskabet. De forskellige reguleringstyper har imidlertid den fælles virkning, at de vanskeliggør en fjendtlig overtagelse. Hovedpunktet er, om det anses for gavnligt eller skadeligt, at et selskabs ledelse altid bør kunne fjernes af den eller de, der kan og vil anvende de nødvendige midler til opkøb af aktier.

Sådan som de nugældende regler er, vil der i forbindelse med en overtagelse ikke kunne ses bort fra gældende differentieringer eller begrænsninger med hensyn til stemmeret eller omsættelighed, men således som det er lagt op til i det nye direktivs artikel 11, stk. 2 og 3, falder disse vedtægtsmæssige eller aftalte vilkår, som i almindelighed er gældende for vedkommende selskab eller aktionærgruppe, bort.

⁵⁵ Erik Werlauff, Kapital og stemmeret, samt Økonomi- og Erhvervsministeriets L155 (som fremsat)

I Henrik Zahles responsum til DI af 20. januar 2003 diskuteres problematikken omkring denne tilsidesættelse af stemmeretsdifferentiering og begrænsninger af stemmeret og ejerskab set i forhold til Grundlovens § 73. Hvad angår stemmeretsdifferentiering konkluderer Zahle i redegørelsen, at EU-kommissionens forslag af 2. oktober 2002 om et "take-over-direktiv" indebærer et ekspropriativt indgreb i en beskyttet rettighedsposition, og at det derfor er en betingelse for forslaget grundlovmæssighed, at 1) det bl.a. er nødvendigt af hensyn til almenvellet, og 2) at der bliver ydet fuldstændig erstatning/vederlag. Med hensyn til stemmeretsbegrænsninger vil Zahle ikke drage nogen sikker ekspropriationsretlig konklusion, eftersom der ikke er et sikkert grundlag for at tage stilling til hvorvidt disse etablerer en beskyttet rettighedsposition og dermed ikke er foreneligt med Grundlovens § 73.⁵⁶

Som det ses i direktivets artikel 12, stk. 1 kan medlemsstaterne forbeholde sig ret til at undlade at kræve, at de i artikel 1, stk. 1 omhandlede selskaber⁵⁷, der har vedtægtsmæssigt hjemsted på deres område, skal anvende artikel 9, stk. 2 og 3 og/eller artikel 11.

Artikel 9 og 11 omhandler henholdsvis "Forpligtelser for målselskabets ledelse" (forhåndsgodkendelse af initiativer til hindringer) og "Gennembrud" (neutralisering af rettigheder og begrænsninger). Valgfriheden kommer i hvert fald til at gælde indtil nyt udkast foreligger jf. artikel 20, således, jf. artikel 21, senest den 20. maj 2011.

Før Henrik Zahles i sit responsum kan komme frem til sin konklusion, bedømmer han *om* det er en ejendomsret og i så fald *hvad* det er for en retsstilling, som de forskellige ordninger har skabt. For stemmeretsdifferentieringens vedkommende påpeges det, at A-aktier i almindelighed adskiller sig på to punkter fra B-aktier; dels højere værdi, og dels større indflydelse på selskabet.⁵⁸ Opdelingen mellem A- og B-aktier kan derfor være det konkrete grundlag for en aktionærs position i selskabet, og sikringen af denne kan være begrundelsen for opdelingen. En offentlig beslutning om reduktion eller ophævelse af den til aktiebesiddelsen knyttede stemmeret vil derfor i princippet være et indgreb i en ejendomsret.⁵⁹ I Industriministeriet betænkning 1229/1992 udtalte selskabsretspanelet endvidere, at "Fortrinsretten for A-aktier er en

⁵⁶ Henrik Zahle, Juristen 2004, s. 279 ff.

⁵⁷ Selskaber med kapitalandele optaget til handel på et reguleret marked.

⁵⁸ Henrik Zahle, Redegørelse om 73B22, s. 15

⁵⁹ Ved likvidation og kapitalnedsættelse er A-aktier sidestillet med B-aktier for så vidt angår det beløb der udbetales. Der er ikke altid forskel på kursværdien af A- og B-aktier, og der hvor der er, varierer den fra selskab til selskab.

velerhvervet ret, som kun bør fjernes ved en vedtagelse, der opfylder betingelserne i aktieselskabsloven § 79". Herudfra antages det, at som følge af en (højere) stemmeret har (større) indflydelse på selskabet, må der derfor være etableret en position omfattet af Grundlovens § 73.

2.2 Ekspropriativt indgreb efter Grundlovens § 73?

I forlængelse heraf ses det ligeledes, at Økonomi- og Erhvervsministeriet har haft taget spørgsmålet om ekspropriation op til overvejelse. Som de selv nævner, så kommer forslaget til at betyde, at generalforsamlingen i børsnoterede selskaber kan beslutte at indføre en ordning, der betyder, at særlige rettigheder eller begrænsninger ikke kan gøres gældende, hvis selskabets aktier bliver genstand for et overtagelsesspørgsmål.

Men hvorfor er det et interessant spørgsmål at få afdækket forud for indførelsen af et overtagelsesdirektiv? Jo det er det, idet et indgreb omfattet af Grundlovens § 73 kan medføre erstatning fra det offentlige. Derfor er man naturligvis interesseret i på forhånd at modbevise indgrebets ekspropriationsretlige element, såfremt det skulle komme til efterprøvelse hos domstolene.

I det følgende vil jeg med Henrik Zahles Responsum og artikel i Juristen 2004 som udgangspunkt, søge at klarlægge, hvorfor jeg mener, at der kan være tale om et ekspropriativt indgreb efter Grundlovens § 73.

2.2.1 Henrik Zahles udlægning af spørgsmålet om ekspropriation

Med henvisning til artikel 11 i direktivet, finder der ikke en fuldstændig tilsidesættelse af stemmeretsdifferentieringer, stemmeretsbegrænsninger og ejerlofter sted. Ordninger af denne art kan fortsat aftales eller vedtægtshjemles, og de vil have gyldighed, f.eks. under selskabets daglige virksomhed, valg af ledelse osv. – alt sammen udenfor den overtagelsessituation, som reglerne er begrænset til. Imidlertid er differentierede stemmeretter, ejer- samt stemmeloft væsentlig svækket, når ordningerne ikke gælder i en overtagelsessituation. På den baggrund er det åbenlyst, at direktivet radikalt ændrer vilkårene for kontrollen med selskabet.

Henrik Zahle bedømmer indgrebet ud fra tre kriterier;

1. om indgrebet rammer alle indehavere af den pågældende rettighed, eller den er begrænset til enkelte eller få, herunder om den rammer lige hårdt for eksisterende for fremtidige indehavere.
2. Begrundelsen for, hvorfor indgrebet indføres. Har ejeren optrådt på en misbilligende måde, som derfor *bør* modvirkes fra retssystemet side.
3. Indgrebets intensivitet. Høj eller lav intensivitet taler henholdsvis for ekspropriativt/ikke-ekspropriativt

I bedømmelsen finder Zahle, at pkt. 1 taler for, at indgrebet *ikke* er af ekspropriativ karakter, mens såvel pkt. 2 som pkt. 3 taler for, at indgrebet *er* af ekspropriativ karakter. Samlet set giver det derfor Zahle den overbevisning, at indgrebet som helhed må betragtes som ekspropriativt, og derfor umiddelbart skal udløse erstatning efter Grundlovens § 73. Dette skal dels ses i lyset af, at de ordninger, som reglerne tager sigte på, har været anerkendte og er blevet understøttet af lovgivningen, som har været åben for etablering af vedtægtsbestemmelser og indirekte også aftaler om disse emner. Der er således ikke grundlag for at antage, at aktionærer mv. ikke burde have etableret sådanne ordninger ved vedtægt eller aftale, og at de derfor må affinde sig med at disse ordninger nu tilsidesættes, såvel for nuværende som for fremtidige ordninger. Begrundelsen har derfor en karakter, som taler for, at indgrebet er ekspropriativt.

I spørgsmålet om intensiteten peger Zahle på, at indgrebet griber ind i kernen af den forvaltningsmæssige side af de beføjelser, som er knyttet til en aktionærposition. A-aktionærens umiddelbare forvaltningsmæssige eller styringsmæssige kontrol med selskabet bliver efter indgrebet sidestillet med svagere B-aktionærers. Dermed sker der en klar forskydning af den indflydelse, som ved en stemmedifferentiering er sikret en bestemt aktionær, og der etableres herefter en mulighed for en ny dominerende aktionær(-gruppe) at få kontrol med selskabet.

Omvendt foreskriver direktivets artikel 6, stk. 3, litra e, at der skal ydes kompensation for de rettigheder, der måtte blive frataget som følge af gennembrudsreglen i artikel 11, stk. 4. og skal jf. stk. 5 være af en rimelig karakter for ethvert tab. Betingelserne og fastsættelsen af kompensationen der skal ydes, fastsættes af de enkelte medlemsstater. Hermed vil jeg mene, at Europa-kommissionen også har accepteret at der kan ske en vis forringelse af udvalgte aktionærers rettigheder, og har skabt hjemmel for, at de også ydes en rimelig kompensation herfor, jf. art. 11(5).

2.2.2 Økonomi- og Erhvervsministeriets udlægning af samme

De rettigheder, som forslaget retter sig imod, og som vil kunne blive suspenderet efter den foreslåede ordning, vil alle fremgå af et selskabs vedtægter eller være baseret på aktionæroverenskomster. Lovforslagets ”suspensionsmulighed” er dermed rettet mod en retstilstand, som inden for rammerne af aktieselskabsloven er etableret af private parter, og som er med til at skabe det retlige grundlag for forvaltningen af selskabet og dermed af de økonomiske interesser, som aktionærerne har i selskabet.

Beslutningen om suspension træffes endvidere på selskabets generalforsamling af selskabets aktionærer og træffes efter nøjagtig de samme regler i aktieselskabsloven og evt. på baggrund af yderligere betingelser i selskabets vedtægter, som de altid har været besluttet efter. Økonomi- og Erhvervsministeriet påpeger derfor, at *”der ikke med lovforslaget skabes øgede muligheder for at gøre indgreb i de rettigheder m.v., som er fastsat i vedtægter, i forhold til den gældende aktieselskabslov....”* og *”På den anførte baggrund er det Økonomi- og Erhvervsministeriets opfattelse, at den mulighed, som lovforslaget skaber, for at en generalforsamling kan beslutte at indføre en ordning om suspension af rettigheder m.v., der følger af et selskabs vedtægter, ikke vil kunne udgøre en ekspropriation efter Grundlovens § 73”⁶⁰*. Som såvel Zahle som Werlauff påpeger, afhænger dette af, hvorvidt en ophævelse af en differentieret stemmevægt sker med eller uden en overgangsordning. EU har ikke lagt op til en overgangsordning, hvilket jeg også gør opmærksom på i afsnit 3.5.

Når det kommer til omsætteligheds- og stemmeretsbegrænsninger, der baserer sig på aktionæroverenskomster, er holdningen dog lidt en anden. Her er der ikke tale om, at en generalforsamlingsbeslutning om at suspendere gældende rettigheder og begrænsninger også vil få indflydelse på eventuelle aftaler fastsat i aktionæroverenskomster. Således afvises det ikke, at lovforslaget *kan* skabe øgede muligheder for at gøre indgreb i rettigheder som er baseret på aktionæroverenskomster, hvis generalforsamlingen vedtager en ordning om suspension i tilfælde af overtagelsestilbud. I L155 fastsættes det, at der i ovennævnte tilfælde skelnes mellem de overenskomster, der er tiltrådt *før* den 31. marts. 2004, de overenskomster der er tiltrådt *mellem* den 31. marts 2004 og lovens ikrafttræden, samt de overenskomster, der er tiltrådt *efter* lovens ikrafttræden.

⁶⁰ Bemærkninger til lovforslaget, Almindelige bemærkninger, Pkt. 7 – Forholdet til Grundlovens § 73

Hvorfor den 31. marts bruges som skæringsdato hænger sammen med, at direktivet rent formelt blev vedtaget den 30. marts 2004. Desuden har Erhvervs- og Selskabsstyrelsen ved brev af den 10. februar 2004 informerede centrale erhvervsorganisationer om netop denne skæringsdato samt om, hvilke konsekvenser vedtagelsen af direktivet ville få på rettigheder, der var baseret på aktionæroverenskomster. At man alligevel har anerkendt en "mellemp periode" skyldes, at der næppe på forhånd helt kan udelukkes enkeltstående tilfælde, hvor suspensionen af særlige rettigheder vil kunne udgøre et ekspropriativt indgreb efter Grundlovens § 73.

Som det tydeligt fremgår, er Zahle i sit Responsum ikke helt af samme holdning, som økonomi- og erhvervsministeriet giver udtryk for i det ovenstående. Trods oplysning, bestemmelserne om valgfrihed og ikke mindst brugen af aktieselskabslovens § 79, stk. 1,⁶¹ vil jeg ikke mene, at man helt kan fravriste sig ekspropriationsspørgsmålet i forbindelse med vedtægtsbestemte rettigheder og begrænsninger. Som det også vil fremgå af de skatte- og selskabsmæssige konsekvenser i det næste afsnit, er der praksis for, at der i situationer med differentierede aktieklasser vil blive ydet en mer-værdi for a-aktionærerne multiple stemmerettighed, dog med henvisning til den lidt enestående Siemens-dom.

2.3 Skatte- og selskabsmæssige konsekvenser

I det tilfælde, at selskabet tidligere har benyttet sig af at have flere aktieklasser, får det en række konsekvenser hvis eller når selskabet ønsker at sammenlægge aktieklasserne. Sammenlægning af aktieklasser og den dermed følgende ombytning af aktier mellem aktionærerne er imidlertid af skatteretlige og selskabsretlige grunde ikke helt så ligetil. Indtil 1998 var aktieombytninger eller sammenlægninger kun gennemført i forholdet 1:1, men i 1998 godkendte ligningsrådet⁶² og Erhvervs- og Selskabsstyrelsen en sammenlægning af aktieklasser, baseret på aktieklassernes forskellige børskurs.⁶³

I en situation, hvor selskabet vælger ikke at give nogen form for compensation til A-aktionærerne for at opgive stemmemajoriteten, skal den aktieklasse, hvis retsstilling forringes, særskilt tiltræde vedtægtsændringen med 2/3 majoritet jf. AL § 79, stk. 3. Bjørnholm og Troll er

⁶¹ Her tænker jeg navnlig på det høringssvar, som blev givet i anledning af høringsrunden blandt myndigheder og organisationer, hvor der blandt andet blev udtrykt bekymring omkring suspensionsmuligheden ved "blot" at anvende bestemmelsen i aktieselskabslovens § 79, stk. 1.

⁶² Ligningsrådets afgørelse af 24. marts 1998

⁶³ Nikolaj Bjørnholm og Eskil Trolle, Sammenlægning af aktieklasser, R&R 1999:1

af den opfattelse, at man typisk ikke på forhånd kan afgøre, om sammenlægningen indebærer en forringelse for den ene eller den anden aktieklasse, eftersom den stemmesvage B-aktie i flere tilfælde har haft forlods udbyttet, som efter en sammenlægning i udbyttmæssig henseende vil være en fordel for de stemmestærke A-aktier. Sammenlægningen vil derfor typisk ske ved beslutning med særskilt 2/3 majoritet for begge de involverede aktieklasser.⁶⁴

Anderledes er det i det tilfælde, at selskabet ønsker at yde kompensation til A-aktionærerne. Her kan anvendes to forskellige modeller; henholdsvis en forhøjelse af den ny fælles kapital til fordel for de gamle A-aktionærer eller en nedsættelse af den ny fælles kapital på bekostning af de gamle B-aktionærers nominelle Aktiekapital (se også den tidligere gennemgang af Werlauffs modeller). En glimrende illustration herpå findes på side 35 i R&R nr. 1 fra 1999, hvor de to modeller og en tredje kombinationsmodel er skitseret med gamle og nye værdier.

Under alle omstændigheder kræves § 79 vedtagelse, men herefter gives anledning til endnu en række selskabsretlige overvejelser, alt afhængig af, om sammenlægningen foregår 1:1 eller ej. Såfremt ombytningsforholdet samlet ikke er 1:1 vil selskabets aktiekapital nødvendigvis forøges eller nedsættes samtidig med sammenlægningen, afhængig af hvilken model der anvendes. Samtidig opstår en række "rest-udbetalingsbeløb" i det tilfælde, at der ikke kompenseres fuldt ud helt op til sidste aktie, hvilket i virkelighedens verden aldrig fuldt ud vil være muligt.

I Bjørnholms og Trolles artikel fremføres det synspunkt, at uanset Erhvervs- og Selskabsstyrelsens manglende afklaring i sin holdning til spørgsmålet om majoritetskravet, er det deres opfattelse, at også den ophørende aktieklasse principielt kan nøjes med at vedtage bytningsforslaget med 2/3 majoritet. De henviser til *formålet* med § 79, stk. 3, som var at begrænse de tilfælde, hvor der skulle være enighed blandt aktionærerne for at gennemføre ændringer i børsnoterede selskaber. Erhvervs- og Selskabsstyrelsen har dog tidligere tilkendegivet, at ej heller de var afklaret i deres holdning til brugen af såvel § 17 (samtykke fra samtlige aktionærer), § 79, stk. 2 (9/10 majoritet) og endelig § 79, stk. 3 (2/3 majoritet).

2.3.1 Centrale skatteretlige afgørelser

Gennem årene har flere og flere selskaber ombyttet, annulleret, tilbagekøbt eller sammenlagt aktieklasser, som efterfølgende af den ene eller anden årsag har medført skatteretlige tvister.

⁶⁴ Nikolaj Bjørnholm og Eskil Trolle, Sammenlægning af aktieklasser, R&R 1999:1

De skattemæssige forhold er absolut ikke af uvæsentlig betydning. Skattemyndighederne har i flere tilfælde karakteriseret de selskabsretlige vedtægtsændringer som en formueforskydning mellem selskabets aktionærer (med henvisning til tidligere afsnits diskussion om forskydning af retsforholdet), som på den baggrund har udløst aktieavancebeskatning, uanset om aktierne fysisk ombyttes eller ej. I en Højesteretsdom fra 1998 blev det præciseret, at afståelsestidspunktet er tidspunktet for ejendomsrettes endelige ophør i forbindelse med et selskabs konkursbehandling. Forfatterne til ovennævnte artikel bemærker herefter at der, med udgangspunkt i dommen, fremover sandsynligvis ikke vil være hjemmel i aktieavancebeskatningsloven til analogt at foretage afståelsesbeskatning i forbindelse med vedtægtsændringer.⁶⁵

I Tyskland har man som konsekvens af den megen omtale fra EU's side taget skridtet fuldt ud, og indført vidtrækkende ændringer i selskabslovgivningen. Eksempelvis er det ikke længere tilladt at udstede aktier med stemmeretsprivilegier som de danske A-aktier, og eksisterende stemmeretsprivilegier bortfaldt den 1. juni 2003. Ligeledes er stemmeretsbegrænsninger i børsnoterede selskaber ikke længere tilladt, og her har man også indført en overgangsperiode, således at eksisterende stemmeretsbegrænsninger i de nævnte selskaber bortfaldt efter den 1. juni 2000.

Som følge af, at man ikke ønskede at ekspropriere den værdi, som den privilegerede stemmeret repræsenterede, opererede man med en "fair kompensation" til indehaverne af flerstemmeaktierne.

Weincke og Hassel beskriver i deres artikel fra 1999 i R&R nr. 2 denne problematik, og nævner to mulige rettesnore for denne kompensation, såfremt en lignende ophævelse af de danske regler omkring A- og B-aktier skulle finde sted. De henviser for det første til den præmie, som A-aktierne handles til i forhold til B-aktier på Københavns Fondsbørs. På Fondsbørsen ses det dog, at en sådan præmie vil være meget beskeden, idet aktierne stort set handles til samme priser, og ud fra den model vil der således ikke være meget at hente for A-aktionærerne.⁶⁶ I overtagelsen

⁶⁵ Se TFR 1994.133 for et eksempel på, hvor skattemyndighederne har anset selskabets vedtægtsændringer for avancebeskatningspligtige

⁶⁶ Zahle pointerer på side 15. at der ikke altid er og for alle selskaber forskel på kursværdien på A-aktier og B-aktier, og hvor der er forskel, varierer den fra selskab til selskab. Ligeledes behandlede de fire ministerier i deres Debatoplæg om Aktivt Ejerskab fra 1998, at børskursen på danske børsnoterede selskaber ikke afviger væsentligt fra hinanden.

af A/S Phønix Contractors i 1997 havde alle bud en præmie på 11-13% på A-aktierne. Dette niveau nævnes af Weincke og Hassel som en anden mulig rettesnor.⁶⁷

I nyere tid har flere velkendte børsnoterede selskaber ligeledes ophævet stemmeretsdifferentieringen af den ene eller anden grund. I Schouw & Co.'s tilfælde blev godtgørelsen sat til 5%, men i 2002, hvor Sophus Berendsen sammenlagde sine aktieklasser, blev der ikke umiddelbart ydet nogen kompensation til A-aktionærerne.⁶⁸ Kort forinden havde selskabet gennemført et mia. stort tilbagekøbsprogram, som både omfattede A- og B-aktier, for kort tid derefter at sammenlægge aktieklasserne i forholdet 1:1.

I Erik Werlauffs seneste udgave af Børs- og Kapitalmarkedsret nævnes en forventelig *fair* kompensation som værende i størrelsesordenen 10-15%, svarende til den merværdi, markedet sætter på stemmetunge aktier. EU har dog ikke forholdt sig til dette, jf. også overtagelsesdirektivet, men kaster bolden over til den nationale lovgivningsmagt at udstede retningslinier herfor. I den danske overtagelsesbekendtgørelse er der således imidlertid åbnet mulighed for at yde en overpris på helt op til 50%.

Af den tyske Siemens-dom – ZIP2002.1765 BayObLG – kan det dog udledes, at kompensationen kun ydes i det tilfælde, at A-aktierne har været benyttet til at opretholde kontrollen i selskabet. Dette blev ikke vurderet at være gældende i Siemens tilfælde, og der tilfaldt derfor ingen kompensation.

Når der tales om godtgørelse for merværdi, bør opmærksomheden også rettes mod beskattningen af merværdien samt om der opstår ”afståelses”-beskatning som følge af, at aktieposten er ”solgt” og en ny efterfølgende er ”købt”. Diskussionen heraf har allerede i tidligere afsnit været rejst, og flere tilfælde peger på, at en sådan afståelsesbeskatning ikke vil finde sted, eftersom skattemyndighederne ikke finder, at en reel afståelse har fundet sted. I Højesterets dom af 7. maj 1998 bemærkedes det, at afståelsestidspunktet er tidspunktet for ejendomsrettens endelige ophør, hvorfor skattemyndighederne ikke har haft hjemmel til at anse aktierne for afstået på et tidligere tidspunkt.⁶⁹ Dette må således betyde, at der ikke i aktieavancebeskatningsloven er hjemmel til at foretage afståelsesbeskatning i tilfælde af vedtægtsændringer.

⁶⁷ Weincke og Hassel, *Lettere adgang til virksomhedsovertagelser*, R&R 1999:2

⁶⁸ Man kunne dog forvente at en kompensation er blevet ydet, i størrelsesordenen 5-10%.

⁶⁹ Nicolai Bjørnvig og Eskil Trolle, *Sammenlægning af aktieklasser*, s. 37-38

I en anden dom – LSR 620-8819-361 af 12. februar 1993 – hvor et børsnoteret selskab ønskede en sammenlægning af aktieklasserne ved en vedtægtsændring kombineret med en udstedelse af fondsaktionærerne fandt retten, at den påtænkte udstedelse af fondsaktier til A-aktionærerne måtte anses som en ikke-vedtægtsmæssig skævdeling og vedtægtsændringen ville ej heller medføre beskatning efter ABL § 1, stk. 2.

I Børs- og kapitalmarkedsret af Erik Werlauff diskuteres Svend Erik Holms artikel i R&R 1992:8, hvori han betvivler, om en vedtægtsændring overhovedet kan indebære en skatteretlig relevant formueoverflytning. Heri er Erik Werlauff dog på ingen måde enig.

Det er naturligvis nødvendigt at forsøge at danne sig et overblik over de mest fremtrædende synspunkter i litteraturen og i gældende doms- og ligningspraksis, for at kunne udtrykke sig herom, men med udgangspunkt i de nye tiltag på området, og forventninger til den fremtidige (ud-/) benyttelse heraf, er det det samtidig vigtigt med jævne mellemrum at genoverveje sine betragtninger.

2.4 Implementering af bestemmelserne i overtagelsesdirektivet

Vi kommer ikke udenom, at overtagelsesdirektivet *skal* implementeres i dansk ret. Det er vi forpligtiget til. Men som det også fremgår, er der en lang række af nødvendige overvejelser, der skal gøres først. Selvom jeg har fremført, at direktivet stort set ”kun” indeholder tre interessante artikler, kommer man fra dansk lovgivnings side ikke udenom at implementere og derfor tage de nødvendige skridt, som *hele* direktivet kræver. Jeg vil dog primært, i det omfang det er rationelt, fokusere på det, der er relevant i forbindelse med diskussionen om ejer- og stemmelofter samt A- og B- aktier.

I de efterfølgende afsnit vil jeg koncentrere mig om, *hvordan* og *hvornår* det nye tiltag skal implementeres, mens jeg først i kapitel 3 vil komme ind på, hvilke konsekvenser det så vil få.

Som det fremgår af Økonomiministeriets og Erhvervs- og Selskabsstyrelsens hjemmesider er lovforslaget kun i sin spæde opstart. Et direktiv som overtagelsesdirektivet er på mange måder så omfattende, at implementeringsfasen, som følge af en lang række af overvejelser fra politikernes side samt høring hos forskellige myndigheder og organisationer, er lang. L 155, som den blev fremsat den 13. april 2005 af økonomi- og erhvervsministeren omfatter:

- Forslag til lov om ændring af lov om værdipapirhandel m.v.
- Forslag til lov om ændring af lov om aktieselskaber
- Forslag til lov om ændring af Årsregnskabsloven og endelig
- Forslag til lov om ændring af lov om forsikringsformidling.

Lovforslaget er fremsat som følge af etablering af alternative markedspladser og gennemførelse af direktivet om overtagelsestilbud.⁷⁰ Det vil derfor ikke være alt i lovforslaget, som nærer interesse for nærværende afhandling.

2.4.1 Tidsplan for erhvervsudvalgets behandling af forslaget

Folketingets erhvervsudvalg har fået til opgave at foretage den videre behandling af lovforslaget. Lovforslaget blev sendt i høring den 28. februar 2005 med høringsfrist den 10. marts 2005 til i alt 85 myndigheder og organisationer. Ved fristens udløb havde Erhvervs- og Selskabsstyrelsen modtaget svar fra 33 af de 85, hvoraf de 15 havde haft bemærkninger til forslaget.

Lovforslaget blev 1. behandlet den 26. april 2005, hvorefter Erhvervsudvalget har besluttet at behandle lovforslaget efter følgende plan:⁷¹

Frist for spørgsmål	10. maj 2005
Frist for svar	23. maj 2005
Frist for politiske bem. og ÆF	27. maj 2005
Betænkning	31. maj 2005

Det videre sagsforløb er dernæst en 2. og en 3. behandling af forslaget inden det endeligt vedtages.

2.4.2 Gennemførelse af overtagelsesdirektivet

Gennemførelse af overtagelsesdirektivet kræver bl.a. at der fastsættes nærmere retningslinier for overtagelsestilbud, hvad angår procedurer, oplysningsforpligtelser og retsstilling, ikke mindst i

⁷⁰ Økonomi- og Erhvervsministeriet, L155 (som fremsat), s. 1

⁷¹ Fremgår af Folketingets hjemmeside, Bilag 2 vedr. L 155 i Erhvervsudvalget, Tidsplan for udvalgets behandling af forslaget.

tilfælde af, at særlige rettigheder eller begrænsninger knyttet til aktiebesiddelsen, suspenderes eller med direktivets ordvalg ”gennembrydes” i tilfælde af et konkret overtagelsestilbud. Der er allerede i dansk ret regler vedrørende overtagelsestilbud i værdipapirhandelslovens kapitel 8 og i bekendtgørelse nr. 827 af 10. november 1999 om tilbudspligt, om frivillige overtagelsestilbud samt om aktionærernes oplysningsforpligtelser. Der er behov for at tilpasse dette regelsæt til direktivets krav. Desuden skal der indføres nye regler om information og – under visse betingelser – om suspension af aktionærrettigheder.

I dansk ret er der ydret ønske om at udnytte de muligheder for valgfrihed, som direktivet giver mulighed for. Det betyder således, at det enkelte selskab og dermed aktionærerne selv skal tage stilling til, om der skal ske suspension af særlige aktionærrettigheder i forbindelse med et overtagelsestilbud, og i hvilket omfang aktionærerne skal godkende foranstaltninger, der kan lægge hindringer i vejen for tilbuddet.

Der vil således være behov for at ændre reglerne i både aktieselskabsloven, årsregnskabsloven og slutteligt værdipapirhandelsloven, som alle vil blive gennemgået nedenfor.⁷²

2.4.3 Forslag til ændringer i Aktieselskabsloven

I aktieselskabsloven er det tanken, at der dels skal præciseres en række ting omkring fremsættelse af tilbud og efterfølgende tilbudsret og -pligt samt at der skal indsættes et kapitel 10 A. Som følge af, at såvel aktieselskabsloven som værdipapirhandelsloven begge har en række bestemmelser om tilbud og tilbudspligt, har man set sig nødsaget til at præcisere forholdene omkring dem. Kapitel 10 A skal omhandle ”Overtagelsestilbud i børsnoterede selskaber” og indsættes umiddelbart efter § 81 a. Lovforslaget indeholder forslag til en række nye bestemmelser, benævnt fra § 81 b-h.

I § 20 b indsættes et nyt stk. 4, hvoraf det fremgår, at såfremt der fremsættes et tilbud, der efter stk. 1 udløser indløsningspligt samtidig med at tilbuddet udløser tilbudspligt efter værdipapirhandelsloven § 31, stk. 1, skal reglerne om prisfastsættelse i værdipapirhandelsloven anvendes. Dette medmindre at en minoritetsaktionær fremsætter anmodning om, at prisen skal fastsættes af en skønsmand.

⁷² Der vil endvidere være behov for at ændre på regelsættet i lov om forsikringsformidling, men vil ikke være relevant at drøfte i forbindelse med behandlingen af lovforslagets elementer vedrørende overtagelsesdirektivet

Efter § 20 d skal der indsættes et nyt § 20 e, hvori det ligeledes bliver præciseret at reglerne i værdipapirhandelsloven har forrang, medmindre en minoritetsaktionær ønsker en skønsmands prisfastsættelse. Grunden til disse ændringer er, at disse fremgår af direktivets art. 5(4) som værende *mindstekrav* til medlemsstaterne bestemmelser om tilbudspligt. Endvidere bestemmes det i art. 5(5) at tilbudsgiveren modydelse kan være kapitalandele, kontanter eller en kombination heraf. Disse er ligeledes blevet indarbejdet i forslaget til den nye aktieselskabslov § 20 d.

§ 81 b. fastslår, at kapitlet gælder for selskaber hvis kapitalandele er optaget til handel på et reguleret marked.

§ 81 c. omhandler de nye tiltag, som kræves jf. art. 9 i direktivet, og omhandler forpligtelser for målselskabets ledelse, f.eks. at der ikke må iværksættes foranstaltninger, der kan lægge hindringer i vejen for et tilbud før end bestyrelsen har indhentet generalforsamlingens godkendelse.

§ 81 d. indeholder de første interessante nye tiltag som følger af det nye direktiv. § 81 d. omhandler nemlig ”de valgfri ordninger”, jf. art. 12, om at en generalforsamling kan beslutte at indføre en ordning, hvorefter særlige rettigheder eller begrænsninger, der knytter sig til aktiebesiddelsen eller til den enkelte aktie, suspenderes, hvis selskabets aktier bliver genstand for et overtagelsestilbud.

§ 81 e. følger af § 81 d., og indeholder bestemmelser om, at såfremt et selskab har valgt suspenderingsmuligheden, vil vedtægtsbestemte ejer- og stemmeloft samt de multiple stemmeberettigede aktier træde ud af kraft. Stk. 2 og 3 oplister de forskellige situationer jf. art. 11, mens stk. 4 er afledt af art. 12, stk. 3 bestemmelse om, at et selskab kun bliver omfattet af et tilbud fra tilbudsgiver, såfremt denne ligeledes har truffet tilsvarende beslutning om suspension af særlige rettigheder eller begrænsninger, der knytter sig til aktiebesiddelsen eller den enkelte aktie.

§ 81 f. er ikke direkte indeholdt i direktivet, men skal ligesom § 169 fungere som en beskyttelse af velerhvervede aftalemæssige rettigheder. Af bestemmelsen fremgår det, at såvel aftaler om

ejer- som stemmeloffer, der er indgået før den 31. marts 2004, kan gøres gældende, uanset bestemmelserne i §§§ 81 c, 81 d, og 81 g.⁷³

§ 81 g. udspringer af direktivets nok mest interessante bestemmelse, nemlig art. 11(4). Heraf fremgår det, at har en tilbudsgiver opnået en ejerandel på 75% eller mere af den stemmeberettigede kapital, kan tilbudsgiveren indkalde til generalforsamling med det formål at ændre vedtægterne og udnævne eller udskifte medlemmer af bestyrelsen. Det må derfor formodes, at tilbudsgiver bruger den første generalforsamling til at normalisere vedtægterne, hvorefter hverken ejer- eller stemmeloft eller aktier med multiple stemmerettigheder har virkning, jf. § 81 e, stk. 3.

§ 81 h. omhandler kompensationen som tilbudsgiver skal yde til de aktionærer, der har lidt et økonomisk tab, som følge af at deres særlige rettigheder eller begrænsninger ikke har kunnet gøre sig gældende. Desuden indeholder stk. 2 og 3 en række formalia om tilbudsdokumentets indhold og regler for fastsættelse af kompensationen.

Endvidere bliver der foretaget et par få tilretninger i henholdsvis §§ 158 og 161.

2.4.4 Forslag til ændringer i Årsregnskabsloven

I Årsregnskabsloven er det ligesom ovenfor tiltænkt at indsætte en række nye bestemmelser, således at kravene i direktivet overholdes. Efter planen vil man efter § 107 indsætte § 107 a., som vil indeholde de nødvendige ændringer på baggrund af bestemmelsen i art. 10 om ekstrem åbenhed fra selskabernes side. Fremover skal ledelsesberetningen i selskabets årsrapport suppleres med oplysninger om blandt andet selskabets kapitalstruktur og ejerforhold, stemmeretsforhold og eventuelle aktieklasser etc.

I § 107 a. hedder det sig, at formålet med at supplere ledelsesberetningen med oplysninger, som skaber gennemsigtighed omkring selskabets forhold, vil være at fremme den frie omsætning af selskabets aktier. Helt nøjagtigt drejer det sig om:

⁷³ Erik Werlauff er af den holdning, at trods det, at bestemmelsen ikke er indeholdt i direktivet, kan det godt rummes indenfor direktivets valgmuligheder til staten. Det ses endvidere af høringssvarene, at netop § 81 f. var en af de bestemmelser, der blev ofret særlig opmærksomhed. Denne blev betegnet som både uklar og ikke udformet i overensstemmelse med direktivets art. 11, stk. 2, andet led og art. 11, stk. 3 andet led. I lovforslaget, der blev bragt til første behandling, havde man derfor også fra politisk side omformuleret og forsøgt præciseret denne.

- 1) Forhold vedrørende selskabets kapitalstruktur samt ejerforhold, herunder
 - a. Antallet af aktier med tilknyttede stemmerettigheder og deres pålydende værdi,
 - b. Andelen af aktier med tilknyttede stemmerettigheder, der ikke er optaget til notering på et reguleret marked, eksempelvis Fondsbørsen
 - c. Specifikation af de forskellige aktieklasser som anført i § 75, stk. 1, hvis selskabet har flere aktieklasser, og
 - d. Oplysning om ejerforhold og stemmeandel m.v. som anført i § 104.
- 2) Oplysninger, som er kendt af selskabet, om
 - a. Rettigheder og forpligtelser, der knytter sig til hver aktieklasse,
 - b. Begrænsninger i aktiernes omsættelighed og
 - c. Stemmeretsbegrænsninger
- 3) Regler for udpegning og udskiftning af medlemmer af selskabets bestyrelse samt for ændring af selskabets vedtægter.
- 4) Bestyrelsens beføjelser, især hvad angår muligheden for at udstede aktier, jf. aktieselskabslovens § 37, stk. 1, eller for at erhverve egne aktier, jf. aktieselskabslovens § 48.
- 5) Væsentlige aftaler, som selskabet har indgået, og som får virkning, ændres eller udløber, hvis kontrollen med selskabet ændres som følge af et gennemført overtagelsestilbud, samt virkningerne heraf. Oplysningerne efter 1. pkt. kan dog undlades, hvis oplysningernes offentliggørelse vil være til alvorlig skade for selskabet, medmindre selskabet udtrykkeligt er forpligtet til at videregive sådanne oplysninger i henhold til anden lovgivning. Udeladelse af oplysninger efter 2. pkt. skal nævnes.
- 6) Aftaler mellem selskabet og dets ledelse eller medarbejdere, hvorefter disse modtager kompensation, hvis de fratræder eller afskediges uden gyldig grund eller deres stilling nedlægges som følge af et overtagelsestilbud.

2.4.5 Forslag til ændringer i Værdipapirhandelsloven

I værdipapirhandelsloven gennemføres en lang række af ændringer, men mest som følge af etablering af alternative markedspladser. Der har således været behov for at præcisere dette i en lang række af de tidligere bestemmelser, hvorfor flere af ændringerne er rene krav til formalia. Der er dog et par steder, hvor overtagelsesdirektivet spørger. Disse vil blive nævnt i det følgende.

§ 28 c. Beslutning om fremsættelse af tilbud skal hurtigst muligt offentliggøres til den fondsbørs el. lign, hvor aktierne er optaget til notering eller handel. Dette er direkte afledt af bestemmelserne i art. 8 i direktivet.

§§ 29 og 31 ændres til også at omfatte alternative markedspladser. Desuden tilføjes det i § 31 stk. 2, at forpligtelsen efter stk. 1 ikke finder anvendelse, såfremt den i stk. 1 omhandlede overdragelse er resultatet af et frivilligt tilbud til samtlige minoritetsaktionærer om at overdrage samtlige deres aktier, og dette frivillige tilbud opfylder betingelserne i § 32, stk. 1.

§ 32, stk. 2 kommer ligeledes til at omfatte alternative markedspladser. Bestemmelsen handler dog om, at såfremt der ikke foreligger tilbudspligt efter § 31, men alligevel fremsættes et offentligt tilbud om at overtage aktier i et selskab, skal der ligeledes udarbejdes et tilbudsdokument i overensstemmelse med stk. § 32, stk. 1.

Generelt kan det siges, at anvendelsesområdet ændres til at gælde for samtlige regulerede markeder. Desuden stilles der krav om, at en tilbudsgivers beslutning om at fremsætte et overtagelsestilbud – såvel frivillige tilbud som pligtmæssige tilbud – offentliggøres hurtigst muligt. Endvidere fastlægges det, at tilbudsgiver kan undlade at fremsætte et pligtmæssigt tilbud til minoritetsaktionærerne, hvis den kontrol, tilbudsgiver har opnået over dette selskab, følger af et frivilligt tilbud, der overholder reglerne om overtagelsestilbud.

Baggrunden for ændringerne af ovennævnte regler om overtagelsestilbud er som flere gange tidligere nævnt Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/25/EF af 21. april 2004 om overtagelsestilbud. Direktivet til formål at sikre lige vilkår og gennemsigtighed og samtidig fremme integrationen af de europæiske markeder ved at skabe fælles rammer for overtagelsestilbud. Målsætningen på længere sigt er i forlængelse heraf at skabe en retlig ramme for overtagelsestilbud i Europa samt at sikre en tilstrækkelig beskyttelse af minoritetsaktionærer på tværs af EU ved nye ejerforhold i selskaberne.

Direktivet er udformet som et rammedirektiv med en række minimumskrav, hvor medlemsstaterne har mulighed for at gennemføre direktivets målsætninger med den frihed, at der samtidig skal være mulighed for at sikre kulturelle, retlige og administrative forskelle. Konsekvenserne af direktivet vil jeg ikke behandle her, men behandle særskilt i kapitel 3.

Forud for fremsættelsen af lovforslaget, har dette været til høring hos en lang række af myndigheder og organisationer, der på den baggrund fremkom med en række bemærkninger, som jeg i det følgende kort vil kommentere på.

2.4.6 Bemærkninger fra høringsrunden hos myndigheder og organisationer

Som bemærket, fik Erhvervs- og Selskabsstyrelsen kun svar fra 33 af de 85 myndigheder og organisationer, som man havde sendt lovforslaget til høring hos. Dertil fik man kun bemærkninger fra de 15 af de 33 til forslaget.

Høringssvarene er generelt positive overfor forslaget. Der er ikke mange specifikke kommentarer til de enkelte dele af forslaget, og kommentarerne samler sig især om etableringen af alternative markedspladser.

Den generelle holdning er, at kravene til notering på et reguleret marked er blevet høje, og der er derfor blevet foreslået etablering af et alternativt marked. Dette er naturligvis behæftet med en vis skepsis fra flere sider. Det bemærkes fra flere sider, at det ikke hensigtsmæssigt med en lempeligere regulering, hvis indretningen og aktiviteterne skal være tillidsvækkende. Desuden forventes det, at det sandsynligvis kun er et spørgsmål om tid, før også alternative markedspladser bliver underlagt EU-regulering.

Hvad angår selve overtagelsesdirektivet, så er der kun kommet ganske få konstruktive kommentarer til de dele af lovforslaget, som hidrører denne del. Om det er fordi, at de enkelte myndigheder og organisationer ikke kan, eller vil, sætte sig ind i direktivets bestemmelser og konsekvenser heraf ved jeg ikke, og vil ligeledes ej berøre den del i nærværende afhandling.

De fleste er positive overfor de nye tiltag, og kan tilslutte sig, at dansk ret ønsker at benytte sig af frivilligheden omkring fuld implementering af direktivet og, at der bliver pålagt større oplysningsforpligtelse hvad angår kapitalstruktur, aktionærindflydelse samt beskyttelsesstrukturer og –foranstaltninger.

I et høringssvar blev det fremført, at aktieselskabslovens § 79, stk. 2, bør anvendes, når der træffes beslutning om eventuel suspension af visse særlige aktionærrettigheder i tilfælde af et overtagelsestilbud. I lovudkastet foreslås det generelle majoritetskrav om dobbelt to tredjedele, med den begrundelse, at nok skal aktionærerne sikres en høj grad af sikkerhed, men samtidig skal majoritetskravet lovgivningsmæssigt heller ikke blive så højt, således at der reelt ikke er

valgfrihed for de selskaber, der ønsker at benytte sig direktivets overordnede rammer. Bemærkningerne gav derfor ikke umiddelbart anledning til ændringer.

Et andet høringssvar udtrykte bekymring omkring fastsættelsen af kompensationen i tilfælde af rettighedstab. Heller ikke denne bemærkning gav anledning til ændringer, idet der henvises til almindelige erstatningsretlige principper om opgørelse af et økonomisk tab. Desuden blev der henvist til, at der er generalforsamlingen selv, der træffer beslutning om suspension af visse aktionærrettigheder, og kompensationen vil derfor afhænge af udfaldet af et konkret overtagelsestilbud og de konsekvenser, det måtte resultere i for de hidtidige aktionærer.

Ud over de ovennævnte, har det mest været kommentarer af teknisk karakter, som efterfølgende har medført mindre tekniske rettelser i lovudkastet, dog ikke af indholdsmæssig karakter.

2.5 Sammenfatning på kapitel 2 - Overtagelsesdirektivet og dets implementering i Danmark

Omdrejningspunktet i kapitel 2 har været overtagelsesdirektivet og dets implementering i Danmark. Først med fokus på selve Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/25/EF af 21. april 2004 om overtagelsestilbud og dernæst selve lovforslaget, L155 (som fremsat). Hensigten har været at undersøge hvorledes det er tænkt at implementere direktivet i dansk ret. For at komme så langt, har det været nødvendig, om end også naturligt, at diskutere det ekspropriationsretlige i overtagelsesdirektivet, samt de skattemæssige konsekvenser heraf.

I selve direktivet ses en stribe af interessante artikler, herunder navnlig art. 10, 11 og 12, og specielt art. 11(4), hvoraf det fremgår, at en tilbudsgiver, ved en ejerandel på 75% af den stemmeberettigede kapital, har mulighed for at indkalde til generalforsamling og derpå normalisere et selskabs vedtægter, således at ingen, hverken aftalemæssige eller kontraktlige aftaler, længere gør sig gældende.

Direktivet har været længe undervejs. I 1989, hvor det første udkast blev fremlagt, var det intentionen at skabe en total harmonisering af de børs- og selskabsretlige regler på området for virksomhedsovertagelser, men det skulle vise sig ikke at blive modtaget så positivt som det var håbet. I 2001, efter adskillige års forhandlinger, mange ændringsforslag og en forligsprocedure, blev hele direktivet forkastet af medlemslandenes repræsentanter i Europa-Parlamentet. Således blev "the High Level Expert Group" sammensat, og udarbejde det, vi kender som Winter-

rapporten. Et nyt forslag om et rammedirektiv med en række minimalkrav, blev fremsat, og i foråret 2004 endeligt godkendt.

At enden blev et rammedirektiv, med en række generelle principper for overtagelsesprocedurer, og ikke, som det blev fremsat i starten af 90'erne, en detaljeret harmonisering, har så medført nye spekulationer om, hvordan man fremover kan omgå den efterhånden omfangsrige regulering. Med det nye direktiv følger en plan om, i Danmark, at oprette alternative markedspladser, der ikke skal være omfattet af den samme regulering, som følger af at være et noteret selskab, hvad enten det er på børsen eller en anden autoriseret markedsplads. De alternative markedspladser har dog allerede fra start fået en hård medfart, og det vil vise sig, om de når at få fast grund under fødderne, før en gennemgribende regulering også vil hive tæppet væk under dem igen.

Direktivet er på flere områder revolutionerende - på nogle områder dog mere forventet end andre. Eksempelvis kræver direktivet en ekstrem åbenhed fra selskabernes side omkring kapitalstruktur, aktionærinflydelse samt beskyttelsesstrukturer og foranstaltninger. Desuden er der streng neutralitetspligt for selskabets ledelse, når denne modtager oplysning om tilbud. Det betyder, at senest fra det øjeblik hvor målselskabet har modtaget oplysninger om tilbuddet, og så længe resultatet ikke er offentliggjort eller bortfaldet, skal selskabets ledelse indhente forhåndsgodkendelse fra generalforsamlingen, før der tages initiativer, der kan medføre at lægge hindringer i vejen for tilbuddet, bortset fra at undersøge andre tilbud, og navnlig før der udstedes kapitalandele for at forhindre tilbudsgiveren i at overtage kontrollen med målselskabet. Slutteligt er det i direktivet blevet defineret, at 75% af den stemmeberettigede kapital giver bestemmende indflydelse på den førstkommende generalforsamling, som følger efter udløbet af tilbudsperioden, hvor tilbudsgiveren kan indkalde for at ændre vedtægterne eller udnævne/udskifte medlemmer af ledelsen.

Indtil videre har medlemsstaterne frist til den 20. maj 2006 til at få direktivets bestemmelser implementeret i national ret. I Danmark er man i fuld gang med at implementere direktivet, og har indtil videre et lovudkast på små 100 sider. Lovudkastet ligger i skrivende stund i erhvervsudvalget, men det forventes inden længe at blive kommenteret i en betænkning, for så derefter at fortsætte i en 2. og en 3. behandling inden endelig vedtagelse. Høringsprocessen har stort set ikke medført nogen indvendinger mod de foreløbige tiltag, hvilket dels kan skyldes at høringsprocessen har været relativ kort, og dels at direktivet på mange måder er så komplekst, at det for "menigmand" kan være svært at gennemskue konsekvenserne heraf. Jeg betragter i hvert

fald de meget overfladiske svar fra flere organisationer og myndigheder som værende mere et ”høfligt svar på tiltale” frem for ”intet svar på tiltale”.

Lovforslaget L155 (som fremsat) medfører ændringer i værdipapirhandelsloven, årsregnskabsloven, aktieselskabsloven og endelig forsikringsformidlingsloven. De mest interessante ændringer fremgår af værdipapirhandelsloven §§ 31 og 32, aktieselskabsloven kapitel 10 A og årsregnskabslovens § 107 a. Reglerne om åbenhed i art. 10 fremgår af den nye § 107 a i årsregnskabsloven, i værdipapirhandelsloven er reglerne om tilbudsret og -pligt, som følge af såvel frivillige som obligatoriske tilbud, ajourført, og endelig har man foreslået en konkretisering af reglerne i aktieselskabsloven § 20 og udbygget § 81, således at direktivets mindstekrav er opfyldt. Ud over de nævnte, har det ligeledes været nødvendigt med en række småjusteringer og -ændringer, men som ikke har nogen nævneværdig betydning.

En interessant bestemmelse udspringer af den nye § 81 f, i aktieselskabsloven, hvori det blandt andet hedder sig, at kontraktlige aftaler indgået før den 31. marts 2004, ikke vil blive genstand for gennembrudsreglen. Dvs., at selskaberne på den ene side skal oplyse om dem i ledelsesberetningen, fremsætte dem på generalforsamlingen og om nødvendig forsvare dem på samme, men på den anden side, så vil de ved en tilbudsgivers fremsættelse af et tilbud ikke blive omfattet af gennembrudsreglen, som ellers gennembryder alle øvrige kontraktlige og aftalemæssige bestemmelser. Parter omfattet af de kontraktlige aftaler vil naturligvis hævde, at en sådan regel er indsat for at beskytte den velerhvervede ret, som fremgår af den kontraktlige aftale, og derfor ikke bør eller skal være omfattet af gennembrudsreglen. Et forsøg på gennembrud af § 81 f vil jeg dog hævde, at vi vil se relativt kort tid efter direktivets ikrafttræden, hvilket der desuden, rent retligt, heller ikke skulle være nogen hindring for. Som Zahle beskriver det i både sit responsumsvar og i sin artikel i Juristen og som også behandlet i L155, så vil det sandsynligvis give et ekspropriationsretligt efterspil.

På det rent skattemæssige område er og har der været en del tvivl om, hvorvidt en aktieombytning udløser beskatning eller ej. Svend Erik Holm mener direkte, at det vil være uacceptabelt, hvis et selskab ikke kan gennemføre en vedtægtsændring uden at det vil indebære afståelsesbeskatning jf. aktieavancebeskatningsloven. Dette standpunkt støtter eksempelvis Werlauff dog på ingen måde. Flere domme på området har også statueret eksempler på tilfælde, hvor en afståelse *blev* anset for avancebeskatningspligtig, mens andre peger i den anden grøft, at en afståelse *ikke blev* anset for at skulle udløse skattepligt. Omdrejningspunktet er ejendomsrettens endelige ophør, hvorfor vedtægtsændringer flere gange *ikke* har udløst

avancebeskatning, eftersom skattemyndighederne ikke har fundet, at en reel afståelse har fundet sted.

I kapitel 2 har jeg således rettet min opmærksomhed mod selve overtagelsesdirektivet, hvilke ændringer det medfører i dansk ret, og hvilke skattemæssige konsekvenser ekspropriationen af rettighederne vil medføre. I det næste kapitel vil jeg således diskutere de væsentligste artikler og datoer samt hvilke konsekvenser vedtagelsen af direktivet vil og kan forventes at ville medføre.

Kapitel 3. Mulige reaktioner fra selskabernes side efter indførelse af overtagelsesdirektivet

- dels i den nuværende version, dels i en eventuel senere hard-core version.

Direktivets valgmulighed betyder, at medlemslandene frit kan vælge, om gennembrudsreglen skal finde generel anvendelse for alle selskaber med hjemsted i det pågældende medlemsland, eller om beslutningskompetencen skal ligge hos selskaberne individuelt. Forslag til den danske gennemførselslov er udformet således, at beslutningskompetencen overlades til selskaberne individuelt.

Uanset valgfriheden er det nødvendigt at gennemføre de nødvendige retlige rammer for direktivets anvendelse i dansk ret. Dels fordi en række formkrav og oplysningskrav under alle omstændigheder skal gælde, og dels for det tilfælde, at et dansk selskab konkret beslutter at gennembrudsreglen skal finde anvendelse.

Nedenfor vil jeg således diskutere de konsekvenser og perspektiver vi vil se med indførelsen af overtagelsesdirektivet. For at få et helhedsindtryk vil jeg, udover naturligvis at behandle konsekvenser for ejer- og stemmeloft, A- og B-aktier samt aftalemæssige bestemmelser, samtidig fokusere på nogle af de øvrige konsekvenser vi kan forvente os at se. Herunder vil det være naturligt at kigge på værdipapirhandelslovens regler om tilbudspligt, §§ 31 og 32, prisfastsættelse efter værdipapirhandelsloven contra aktieselskabsloven og en række andre interessante ting.

3.1 Pligtmæssige tilbud

Efter forslaget art. 5 er medlemsstaterne forpligtet til at beskytte minoritetsinteresserne i den situation, at en person eller et selskab erhverver ejerandele, der giver vedkommende kontrollen over selskabet. En af de måder medlemsstaterne kan sikre minoriteten beskyttelse på, er ved at indføre regler om tilbudspligt, eller obligatorisk tilbud, som det betegnes i direktivet.

Efter art. 5(1) skal tilbudspligten indtræde ved en bestemt procentdel af stemmerettighederne, tilbuddet skal hurtigst muligt fremsættes til samtlige indehavere af kapitalandele og vedrøre alle deres andele, og der skal tilbydes en rimelig pris. Reglen om obligatorisk tilbud bortfalder dog, såfremt der er opnået kontrol som følge af et frivilligt tilbud. Endvidere fastsætter direktivet en række krav til tilbudspligtens indtræden og omfang, undtagelser hertil, tilbudsprisen, fremsættelse og procedurer i forbindelse hermed etc., hvilke er væsentlige at forstå, når direktivet skal implementeres i dansk ret. Reglerne om tilbudspligtens indtræden og omfang varierer meget fra land til land, men generelt er tendensen, at der ved erhvervelse af mindre end 50% af stemmerettighederne udløses tilbudspligt. Finanstilsynet har lavet en udredning om overtagelsestilbud i 11 europæiske lande og USA, og heraf fremgår det tydeligt, at landenes kriterier for tilbudspligtens indtræden er vidt forskellige. Tilbudspligten indtræder normalt, når en aktionær erhverver en angiven andel af stemmerettighederne eller aktiekapitalen, men i f.eks. Spanien har man knyttet tilbudspligten til *hensigten* om at erhverve en given ejerandel. Dvs. at hvis en aktionær har til hensigt at erhverve eksempelvis 50% af kapitalen, er den pågældende forpligtet til at fremsætte et overtagelsestilbud uden først at gennemføre erhvervelsen.⁷⁴

I aktieselskabslovens § 20 b er det fastlagt, at en ejerandel på mere end 9/10 af aktiekapitalen og tilsvarende andel af stemmerne, udløser tilbudsret og -pligt. Indløsningskursen kan foreslås af majoritetsaktionæren alternativt fastlægges af en uvildig skønsmand. Skønsmandens prisfastsættelse er dog ikke mere afgørende, end den kan indbringes for domstolene.

Hvis vi i stedet ønsker at anvende værdipapirhandelslovens § 31, stk. 1 bestemmelser om, hvornår der skal fremsættes et tilbud er reglerne en smule anderledes. Heraf fremgår, at hvis en aktiepost, enten direkte eller indirekte, overdrages, og denne overdragelse medfører, at der opnås en bestemmende indflydelse i selskabet, skal der afgives overtagelsestilbud til de øvrige aktionærer. Indløsningskursen bliver fastlagt ud fra et ”højeste-kurs-princip” der i al sin enkelthed går ud på, at kursen som *minimum* skal være den *højeste* pris, som en tilbudsgiver har betalt for de allerede erhvervede aktier i de 6 måneder, der ligger forud for tilbuddets afgivelse.⁷⁵

⁷⁴ Finanstilsynet, Udredning om overtagelsestilbud, kap. 1 og 2

⁷⁵ I forbindelse med overtagelsen af ISS blev fremsat et tilbudsdokument til de resterende aktionærer som led i den obligatoriske tilbudspligt. Heraf fremgår et udmærket eksempel på, hvorledes kursen er blevet fastsat på baggrund af kursen på aktien på en række tidspunkter forud for tilbuddet på ISS.

Det vil sige, at såfremt en aktiepost overdrages, der udgør mere end 9/10 af aktiekapitalen, vil erhvervelsen heraf dels udløse tilbudspligt efter værdipapirhandelslovens § 31, stk. 1, og dels udløse indløsningsret og –pligt efter aktieselskabslovens regler. Dette forhold kan blandt andet give anledning til usikkerhed om regelgrundlaget for prisfastsættelsen.

For at gøre retstilstanden klar på dette punkt, foreslås det præciseret i aktieselskabslovens § 20 b, stk. 4 og § 20 d, jf. min tidligere gennemgang, at hvis både aktieselskabsloven og værdipapirhandelsloven finder anvendelse på en konkret situation, så har værdipapirhandelsloven regler om blandt prisfastsættelse forrang. Dette betyder, at prisfastsættelsen som udgangspunkt skal ske efter værdipapirhandelsloven regler, men at en minoritetsaktionær kan vælge, at prisfastsættelsen i stedet skal ske efter aktieselskabslovens regler herom. Prisfastsættelsen skal i så fald ske i henhold til de almindelige regler om skønsmandsvurdering jf. aktieselskabslovens § 19, stk. 2.⁷⁶

Ligeledes gælder det, når vi tager art. 15 og art. 16 i betragtning. Disse omhandler henholdsvis indløsningsret for tilbudsgiver og indløsningsret for minoritetsaktionær. Som tidligere skrevet er lighedspunkterne mellem indløsningsreglerne i direktivet og aktieselskabsloven store, og det foreslås derfor at indsætte en § 20 e i aktieselskabsloven til gennemførelse af art. 15 og art. 16. Ved udnyttelsen af indløsningsretten skal garanteres en rimelig pris. Denne fremkommer som ovenfor efter højeste-kurs-princip, dvs. i overensstemmelse med betingelserne i værdipapirhandelsloven, medmindre andet kræves.

3.2 Samling af bestemmelserne om overtagelsestilbud i nyt kapitel

Som følge af, at overtagelsesdirektivet ”kun” vedgår børsnoterede selskaber, og disse kun udgør en ret beskeden del af det samlede antal aktieselskaber, har man valgt at samle procedurerne for overtagelsestilbud for disse i et særskilt afsnit, - kapitel 10 A i aktieselskabsloven. På nuværende tidspunkt indeholder aktieselskabsloven ikke særlige bestemmelser, der regulerer forholdene i tilfælde af, at der fremsættes et overtagelsestilbud. Disse har førhen udelukkende været reguleret gennem værdipapirhandelsloven og ved bekendtgørelse med hjemmel i værdipapirhandelsloven.

⁷⁶ Dette kunne være relevant, hvis en aktie ikke har været handlet igennem en længere periode, idet det så ikke er muligt at anvende værdipapirhandelslovens regler om et højeste-kurs-princip.

Ved direktivets gennemførelse i dansk ret foreslås det i overensstemmelse med de danske tilkendegivelser under forhandlingerne i EU at videreføre aktionærernes selvbestemmelse omkring indflydelsesstrukturen i danske aktieselskaber. De foreslåede bestemmelser i aktieselskabslovens kapitel 10 A udnytter derfor den valgfrihed, som direktivet art. 12 giver mulighed for. Det overlades således til selskabets generalforsamling at tage stilling til, hvordan procedurer og aktionærrettigheder skal indrettes i tilfælde af, at der fremsættes et overtagelsestilbud, jf. værdipapirhandelslovens § 31, stk. 1.

Som følge af overtagelsesdirektivets gennemførelse i dansk ret, sker der ikke i sig selv ændringer i selskabernes forhold omkring aktionærindflydelse, så som aktieklasser og ejer- og stemmeloft. Selskaberne tvinges således ikke til at følge særlige procedurer for generalforsamlingsgodkendelse og at acceptere suspension af visse aktionærrettigheder, men kan frit opretholde eventuelle aktieklasser med forskellig stemmевærdi eller vedtægtsbestemte ejer- og stemmeloft, også i forbindelse med et overtagelsestilbud.

3.3 Vigtigste artikler og datoer i det nye direktiv

Uanset de ovenfor nævnte ændringer som følge af implementeringen af direktivet, er der tre helt afgørende artikler i direktivet, som på alle måder kan karakteriseres som de absolut mest interessante. Desuden er der to datoer som er værd at vedhæfte sig i det nye direktiv.⁷⁷

De tre artikler jeg henviser til er:

- art. 10 – Større gennemsigtighed og oplysningspligt
- art. 11 – Neutralisering af vedtægts- og aftalebestemte forsvarsstrukturer og – mekanismer efter en overtagelse og
- art. 12 – Valgfri ordninger

Grunden til, at de ovenfor nævnte artikler er interessante er, at alle børsnoterede danske selskaber med overtagelsesværn i form af stemmeloft og ejerloft eller opdeling i A- og B-aktier med differentieret stemmевægt, kan risikere at disse helt eller delvis mister deres virkning indenfor en overkommelig årrække. Desuden betyder de nye bestemmelser, at selskaberne skal

⁷⁷ Argumentet om de tre væsentligste artikler samt de to datoer er ligeledes fremsat af Werlauff i henholdsvis Kapital og stemmeret, UfR 2005 B s. 82 ff. og *samme* i Juridisk kommentar: Stemmeloft, ejerbegrænsning, A- og B-aktier: Nu kræves der rettidig omhu af danske selskaber, hvis værnene mod uinviteret overtagelse skal bevares.

være ekstremt åbne omkring kapitalstrukturen m.v. De to datoer er henholdsvis den 20. maj 2006, hvor direktivet skal være implementeret i medlemsstaternes nationale ret, og den 20. maj 2011, som er skæringsdatoen for den ”nye” udgave af overtagelsesdirektivet. Til den tid kan alt ske!

3.3.1 Direktivets art. 10 – åbenhed og diskussion

Direktivets artikel 10 handler om oplysning om overtagelsesværnene og er tvingende for staten. Det betyder at den børs- og selskabsretlige lovgivning i fremtiden skal indrettes således at den skaber åbenhed om de former for overtagelsesværn, som nævnes i art. 10. Faktisk rummer art. 10 en lang række af overtagelsesværn, men som nævnt i min afgrænsning, har jeg valgt at fokusere på de for mig væsentligste, hvilket vil sige de vedtægtsmæssige bestemmelser om stemmeloft, ejerloft og stemmeretsdifferentiering samt om de aftalemæssige bestemmelser (golden parachutes (gyldne faldskærme) og poison pills (giftpiller)).

De nævnte værn skal frem i lyset på to måder. Dette gælder uanset om de er nævnt i selskabet vedtægter eller ej. For det første skal de, jf. art. 10(2), offentliggøres i selskabets årsberetning og skal herudover ligeledes, jf. art. 10(3), forelægges for aktionærerne på den ordinære generalforsamling.

Til forskel fra eksempelvis art. 11 er art. 10 ikke valgfri. Dette fremgår af art. 10(3) hvori det hedder sig, at medlemsstaterne skal sikre sig, at der findes regler, der garanterer, at ledelsen i selskaber, hvis værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked, sørger for at de i art 10(1) bliver fremlagt for aktionærerne på generalforsamlingen.

De emner, der opregnes i stk. 1 litra a-k er, udover de ovennævnte, f.eks. væsentlige direkte eller indirekte kapitalbesiddelser (eksempelvis Jyske Bank/Nykredit), kapitalandele med særlige kontrolrettigheder og en beskrivelse af disse rettigheder (f.eks. golden shares), aktionæraftaler, som kan medføre begrænsninger i mulighederne for at overdrage kapitalandele og/eller stemmerettigheder.

Grunden til at vi ser denne udvikling hen imod total åbenhed kan skyldes, at EU ønsker gennemsigtighed omkring selskabets forhold med det formål at fremme den frie omsætning af selskabets aktier. Kommissionen henviser til EF-domstolens retspraksis om kapitalens fri bevægelighed og gør opmærksom på, at enhver begrænsning af investeringer og af udøvelsen af kontrol i europæiske selskaber grundlæggende strider mod kapitalens fri bevægelighed.

At selskaberne fremover skal medtage en række oplysninger om ejerforhold m.v. vil kun betyde et begrænset merarbejde for selskaberne. I dag offentliggør selskaberne nemlig en lang række af disse i forvejen, men at de nu skal offentliggøres i ledelsesberetningen også, er ny. Formålet hermed er, at potentielle investorer får adgang til en samlet oversigt i ledelsesberetningen over relevante forhold i selskabet, som kan have betydning for deres beslutning om at købe aktier i selskabet.

Nogle af de nye ting, der fremover kræves, er f.eks. at der skal gives oplysning om andelen af aktier med tilknyttede stemmerettigheder, der ikke er optaget til notering eller handel på et reguleret marked, der skal gives oplysning om ordninger, hvor de økonomiske beføjelser (adgang til udbytte, men ikke stemmeret og omvendt), adskilles fra ejerskabet til aktierne samt oplysninger om væsentlig aftaler, der vil blive påvirket, hvis kontrollen med selskabet ændres som følge af et overtagelsestilbud. Aktieselskabsloven eller årsregnskabsloven indeholder ikke krav om sådanne oplysninger i dag.

Til flere af de oplysninger der kræves, jf. art. 10(1), er der på nuværende tidspunkt ingen retningslinier for hverken *hvad* der eksempelvis er væsentlig, eller *hvordan* de skal præsenteres. Væsentlighedskriteriet må derfor bedømmes ud fra en konkret vurdering. Her kunne man forestille sig, at en aftale ville være omfattet af oplysningspligten;

- Hvis det må antages, at en ophævelse eller ændring af aftalen vil få sådanne konsekvenser for selskabets fortsatte drift og finansielle stilling, at oplysning om aftalen må formodes at påvirke en eventuel tilbudsgivers beslutning om at fremsætte et overtagelsestilbud, jf. principperne i årsregnskabslovens §§ 11 og 12.
- Hvis det må antages, at en ophævelse eller ændring af aftalen mærkbart vil få betydning for kursdannelsen på selskabets aktier, således at selskabet vil få pligt til at offentliggøre oplysninger herom efter VHL § 27. Hermed menes oplysninger, som en fornuftig investor må antages at ville benytte som en del af grundlaget for sine investeringsbeslutninger, jf. VHL § 34, stk. 3, nr. 2.

Ovennævnte er ikke udtømmende, men kan være med til at give en idé om, hvad der må antages at være aftaler af væsentlig grad.

Bestemmelsen i art. 10(1) indebærer også, at ledelsesberetningen skal indeholde oplysning om aftaler mellem selskabet og dets ledelse eller medarbejdere, hvorefter disse modtager kompensation, hvis de fratræder eller afskediges uden grund, eller deres stilling nedlægges som

følge af et overtagelsestilbud. Som eksempler herpå kan nævnes særligt favorable fratrædelsesordninger med hensyn til opsigelsesvarsel og godtgørelser i forbindelse med selskabets overtagelse, herunder særligt favorable pensionsordninger.

De oplistede emner i art. 10 fremgår alle af den ny (foreslåede) bestemmelse i aktieselskabsloven § 107 a. Overtrædelser af denne kan i overensstemmelse med straffebestemmelsen i § 164, straffes med bøde, hvilket også er i overensstemmelse med direktivets artikel 17, som pålægger medlemsstaterne at fastlægge sanktioner i tilfælde af overtrædelser af de nationale gennemførelsesbestemmelser til direktivet.⁷⁸

Den ekstreme åbenhed, der nu fremover skal være omkring selskabernes vedtægts- og aftalemæssige bestemmelser, dels i årsberetningen jf. art. 10(2) og dels forelægges aktionærerne på generalforsamlingen jf. art. 10(3), vil uden tvivl medføre, at en lang række af disse vil blive taget op til debat og enhver aktionær kan selvsagt anvende sin forslagsret til at stille forslag om deres ophævelse. Dermed ikke sagt, at der automatisk *skal* stemmes om dem, for det skal der ikke. Desuden vil der være en række, der slet ikke *kan* stemmes om, eftersom de vil fremgå af aftaler.

Som Werlauff påpeger det i sin artikel i UfR, Kapital og stemmeret, opnås to ting med de nye bestemmelser. For det første skabes et overblik over beskyttelsestiltagene i de enkelte selskaber og for det andet opnår EU og EØS et betydeligt erfaringsgrundlag om forsvarsværnene. Det nævnes, at ved tidligere successiv regulering af retsområder, der hidtil var ureguleret, har EU og EØS brugt samme fremgangsmåde; først at skabe transparens på området, dernæst en lave en bindende regulering af dette.⁷⁹ Og netop også derfor, vil den 20. maj 2011 kunne blive et skelsættende tidspunkt for dansk retspraksis.

3.3.1.1 Et historisk øjeblik i dansk retspolitik

Såvel den 20. maj 2006 som den 20. maj 2011 vil kunne vise sig at blive et historisk øjeblik i dansk retspolitik. Den 20. maj 2006 tegner sig allerede til at blive det, trods flere har påpeget, at det ikke bringer væsentlig nyt til dansk ret om offentlige overtagelsestilbud. Det er på den ene side rigtig nok, idet der ikke kræves at staterne på nuværende tidspunkt tilsidesætter stemmeloft,

⁷⁸ Økonomi- og Erhvervsministeriet, L155 (som fremsat), side 45 ff.

⁷⁹ Erik Werlauff, Kapital og stemmeret, s. 86

ejerloft og stemmeretsdifferentiering. Umiddelbart glemmer man, at de nævnte værn effektivt skal frem i lyset, og som også nævnt ovenfor, vil vi om 5 år kunne se frem til en væsentlig mere "hård" version af samme direktiv. Fremgangsmåden er brugt før, og det er på ingen måde utænkeligt, at det er det resultat som Kommissionen kommer frem til. Det vil blandt andet kunne komme til at betyde, at direktivets art. 11 om "gennembrud" af værnene vil blive gjort tvingende for staterne, fra den 20. maj 2011.

3.3.2 Direktivets art. 11 – gennembrud af overtagelsesværnene

Som det er tilfældet ved den foreslåede § 81 c i aktieselskabsloven, afstikker direktivet i art. 11 de rammer, der skal gælde for aktionærernes beslutningsstruktur i tilfælde af et overtagelsestilbud, jf. værdipapirhandelslovens § 31, stk. 1. Det betyder, at særlige rettigheder, forpligtelser og begrænsninger, der er knyttet til aktierne i form af forskellig stemmевærdi, ejerlofter og stemmelofter, suspenderes i forbindelse med et overtagelsestilbud. Dette princip betegnes i direktivets art. 11 som "gennembrud". Art. 11 i det foreliggende direktiv består indtil videre af en række frivillige regler, som ikke er tvingende for staterne, jf. art. 12, men gennembrudsreglen, som ovenfor beskrevet, betyder at individuelt fastlagte indflydelsesstrukturer, f.eks. i form af aktier med forskellig stemmевægt, ejer- og stemmelofter, tilsidesættes, når der afgives et overtagelsestilbud.

I det første lovudkast, L155, til ændring af lov om værdipapirhandel m.v., lov om aktieselskaber, årsregnskabsloven og lov om forsikringsformidling, fremsættes det, at "retten til at undlade" at bruge art. 11 gennemføres i overensstemmelse med de danske tilkendegivelser under forhandlingerne i EU, således at aktionærernes selvbestemmelse videreføres omkring indflydelsesstrukturen i danske aktieselskaber.

Det gælder dog, at uanset aktionærernes eventuelle beslutning om at indføre en sådan suspensionsordning i forbindelse med et overtagelsestilbud, vil det ikke i sig selv medføre nogen ændring i den beslutningsstruktur, som i øvrigt er fastlagt i selskabet. Således videreføres de rettigheder og begrænsninger, der gælder for den enkelte aktionær på grundlag af den konkrete aktiebesiddelse, vedtægtsbestemmelser eller aftaler, uændret i andre situationer end overtagelsessituationen.

I artiklens stk. 4 finder vi sandsynligvis den mest interessante og det mest gennembrydende punkt af dem alle. Heri fastsættes det, at ved et offentligt tilbud på selskabet, hvor tilbudsgiver har opnået accept fra 75% af den stemmeberettigede aktiekapital, gennembrydes stemmelofter,

ejerlofter og stemmeretsbegrænsninger. Dette betyder således, at aktier, der ellers ikke kunne erhverves som følge af et ejerloft frit kan erhverves, aktier, der havde forøget stemmeret på grund af en differentieret stemmевægt, kun får almindelig stemmeret og slutteligt, aktier, der ligger over et stemmeloft, vil få fuld stemmeret.

Med al sund fornuft betyder det, at en række af investorer uanfægtet vil lide et tab. I art. 11(5) præciseres det, at ethvert tab skal kompenseres med en rimelig compensation, dog under den forudsætning, og med henvisning til Siemens-dommen, at "retspositionen" har været benyttet til at opretholde kontrollen i selskabet. Dette betyder, at A-aktionærer *som regel* vil kunne forvente en compensation i form af en højere aktiekurs, men dette er på ingen måde en ligefrem rettesnor.

I umiddelbar forlængelse heraf kan nævnes, at Werlauff i sin artikel, Kapital og stemmeret, har en vigtig pointe i den forbindelse. Direktivet art. 10-11 bygger på en ideologi om, at det ud fra et økonomisk og effektiviseringsmæssigt synspunkt måske er ønskeligt at europæiske selskaber i videst mulig omfang kan gøres til genstand for opkøb. Derimod kan der rejses den vægtige økonomividskabelige indvending, at forslaget netop hviler på en ideologi, og ikke på egentlige videnskabelige beviser for, at selskaber, der er uden overtagelsesværn, skulle klare sig økonomisk bedre, end det er tilfældet for selskaber med overtagelsesværn. Tværtimod mener Werlauff. Undersøgelser viser nemlig, at der ikke kan påvises nogen resultatmæssig forskel på selskaber med, henholdsvis uden, overtagelsesværn.⁸⁰

Trods det, at art. 11 er valgfri, er der indlagt den mulighed, at man på de enkelte selskabers generalforsamlinger kan vælge at efterleve den. Således har vi brug for et komplet regelsæt allerede nu, der regulerer de forhold, som efter art. 11 kan gøre sig gældende. Derudover kan staten vælge en ganske interessant mellemform, der kom ind som et kompromis under direktivets tilblivelse. Denne mellemform ses af art. 12(3), og kan kaldes princippet om gensidighed eller reciprocitet. Staten kan indrette sin lovgivning således, at kun et selskab der selv er åbent for overtagelse, dvs. et selskab, der opfylder art. 11, kan overtage et andet selskab under anvendelse af art. 11. På den måde har man gjort det muligt at imødegå den kritik, der har fundet det urimeligt, at europæiske selskaber skulle være åbne for overtagelse, mens

⁸⁰ Bygger på en undersøgelse af Caspar Rose i R&R 2002(11), side 14 ff. og *samme* i 13. Euro. J.L. & Econ. 91 (2002).

udenlandske selskaber, f.eks. fra USA, skulle være beskyttet af overtagelsesværn. Dermed kan et åbent selskab kun overtages, hvis det overtagende selskab er åbent.⁸¹

3.3.2.1 Ophævelse af vedtægtsmæssige bestemmelser

Generalforsamlingen kan med respekt af aktieselskabslovens majoritetskrav og de yderligere betingelser, der måtte fremgå af det pågældende selskabs vedtægter, beslutte at indføre en ordning om, at de eksisterende ejerlofter, stemmeretsbegrænsninger eller særlige stemmerettigheder i øvrigt, skal suspenderes i tilfælde af, at der fremsættes tilbud og overtagelse af aktiernes i et selskab. En sådan beslutning adskiller sig principielt ikke fra andre beslutninger, som generalforsamlingen vil kunne vedtage af aktionærrettigheder.

Når det kommer til ændringer eller ophævelse af et selskabs vedtægter, er udgangspunktet aktieselskabslovens § 78. Heraf fremgår det, at vedtægtsændringer kræver tilslutning såvel af mindst to tredjedele af de afgivne stemmer som af den på generalforsamlingen repræsenterede stemmeberettigede kapital. I selskabets vedtægter er det muligt at opstille yderligere krav, jf. § 78, stk. 3. Kravet til det nødvendige flertal skærpes dog i tilfælde, hvor beslutningen hidrører helt grundlæggende beslutninger, hvorved aktionærernes forpligtelser overfor selskabet forøges. Det skærpede krav modificeres dog i stk. 2 og 3, hvor der på anden vis er tale om en forskydning i rettigheder og pligter.

Et eksempel på dette kunne være en ændring af aktionærernes hidtidige indflydelsesstruktur i tilfælde af overtagelsestilbud, hvor der kan være tale om en forskydning i retsforholdet mellem aktieklasser. En sådan beslutning skal træffes i overensstemmelse med § 79, stk. 3, hvor beslutningen skal tiltrædes af mindst to tredjedele af den på generalforsamlingen repræsenterede del af den aktieklasse, hvis retsstilling forringes.

Som jeg tidligere har været inde på, så har man på den baggrund foreslået i en § 81 d, stk. 1, at aktionærerne, hvis de finder det hensigtsmæssigt for selskabet, kan træffe beslutning om, at der i tilfælde af et eventuelt overtagelsestilbud skal ske suspension af særlige stemmerettigheder og begrænsninger omkring aktieerhvervelser. En sådan beslutning skal efter den foreslåede bestemmelse i § 81 d, stk. 2, vedtages i overensstemmelse med det majoritetskrav, der fremgår af aktieselskabslovens § 78. I selskaber, der har flere aktieklasser, vil beslutningen endvidere

⁸¹ Erik Werlauff, Kapital og stemmeret, s. 82 ff.

skulle opfylde det majoritetskrav, der fremgår af aktieselskabslovens § 79, stk. 3. Endvidere skal beslutningen opfylde de yderligere forskrifter, der måtte være fastsat i selskabets vedtægter, jf. aktieselskabslovens § 78, stk. 3.

Uanset ovenstående, vil man i den nye lovgivning forsøge at omgå bestemmelserne i art. 11(2) og (3) om, at kontraktlige aftaler om indskrænkninger i retten til overdragelse af kapitalandele samt stemmeretsbegrænsninger, mellem målselskabet og indehaverne af kapitalandele, ikke kan gøres gældende efter vedtagelsen af direktivet overfor tilbudsgiveren i den tilbudsperiode som fremgår af art. 7(1) eller som er i overensstemmelse med art. 9.

I L155 hedder det sig, at ”de omhandlende rettigheder og begrænsninger ikke er omfattet af suspensionen, hvis de er fastsat i en aktionæroverenskomst, som er indgået før den 31. marts. 2004”. Skæringsdatoen er der intet i vejen med, da den er helt i overensstemmelse med direktivet, men at rettigheder og begrænsninger som fremgår af aktionæroverenskomster ikke er omfattet af suspensionen forstår jeg ikke. Af art. 10(1) litra g, fremgår det, at selskabets skal oplyse om aktionæraftaler, som er kendt af selskabet og kan medføre begrænsninger i mulighederne for at overdrage kapitalandele og/eller stemmerettigheder som omhandlet i direktiv 2001/34/EF. Det vil sige, at selskabet på den ene side skal oplyse om disse aktionæraftaler, som burde kunne medføre begrænsninger i mulighederne for at overdrage kapitalandele og/eller stemmerettigheder, men på den anden side fremgår det af art. 11(2) og (3), at disse aktionæraftaler *ikke* kan gøres gældende overfor tilbudsgiver i situationer omhandlet i art. 7 og/eller art. 9.

Bestemmelserne er naturligvis kun rettet mod de kontraktlige aftaler, der er indgået *før* den 30. marts 2004. Som jeg også tidligere i min afhandling har været inde på, så er bestemmelserne anderledes, når det gælder kontraktlige aftaler indgået i tiden mellem vedtagelsen af direktivet og indtil den 20. maj 2006 når direktivet træder i kraft, samt aftaler, der først er truffet efter direktivets ikrafttrædelse.

Det, der taler for en sådan bestemmelse som den ovenfor beskrevne, er ønsket om aktionærbeskyttelse, sådan som det eksempelvis også fremgår af aktieselskabslovens § 169. Jeg forstår imidlertid ikke, at hvis man ønsker at kunne ”gennembryde” vedtægtsmæssige bestemmelser om rettigheder og begrænsninger i tilknytning til aktiebesiddelsen, hvorfor man så ikke tager det fulde skridt og gennembryder *alle* indgåede aftaler, såvel vedtægtsbestemte som kontraktlige, men det er måske kun et spørgsmål om tid. Den 20. maj 2011 er det måske et af de

punkter, som vi vil se ændret, hvilket med henvisning til Zahles responsum, naturligvis vil give et ekspropriationsretligt efterspil.

3.3.3 Direktivets art. 12 – Frivillige ordninger

Det er et grundlæggende princip i dansk selskabsret, at selskabets ledelse skal varetage selskabets og aktionærernes interesser. I den forbindelse fremgår det af aktieselskabsloven § 54, at bestyrelsen og direktionen forestår ledelsen af selskabets anliggender. Det fremgår endvidere af aktieselskabslovens § 72, at generalforsamlingen indkaldes af bestyrelsen.

Dispositioner og stillingstagen i forbindelse med et overtagelsestilbud adskiller sig ikke fra det generelle ledelsesansvar, som i øvrigt påhviler et selskabs ledelse, hvorfor det ved direktivets gennemførelse foreslås at udnytte direktivets valgfrihed og overlade det til selskaberne selv at tage stilling til, hvorvidt de ønsker at anvende art. 9, stk. 2 og 3, og /eller art. 11.

I direktivet fastlås det dog, at medlemsstaterne kan forbeholde sig ret til at *undlade* at kræve at de ovennævnte artikler følges, hvilken man fra dansk side ikke har benyttet sig af. Det betyder derfor, at såfremt generalforsamlingen har truffet beslutning om at suspendere særlige stemmerettigheder og begrænsninger omkring aktieerhvervelser i forbindelse med et eventuelt overtagelsestilbud, skal det ikke afskære dem fra senere at omgøre den beslutning, jf. art. 12(2).

Af art. 12(3) fremgår den mest interessante bestemmelse af de valgfri ordninger. Heri præciseres det, at medlemsstater, der har tilladt selskaber efter eget valg at træffe beslutning om, at generalforsamlingen skal godkende iværksættelse af forhindringer, kun er bundet af beslutningen, hvis selskabets aktier bliver genstand for et overtagelsestilbud fra et selskab, som er underlagt en tilsvarende godkendelsesordning. Som jeg tidligere har været inde på, og med henvisning til Werlauff, er dette gensidighedsprincip et resultat af et kompromis, under den lange gang gennem instanserne. På den måde kan et lukket selskab ikke overtage et åbent og omvendt.

Lovforslaget gør det dermed muligt for generalforsamlingen i de selskaber, det måtte ønske det, at vælge, om de vil indføre særlige ordninger for aktionærindflydelse, som direktivet om overtagelsestilbud giver mulighed for. Lovforslaget pålægger ikke selskaberne pligt til at foretage ændringer omkring særlige aktionærrettigheder i forbindelse med overtagelsestilbud, medmindre de selv ønsker det. Såfremt selskaberne ønsker at gøre brug af denne ordning, er medlemsstaterne forpligtiget til at offentliggøre de bestemmelser, der gælder for de enkelte selskaber straks. Dette fremgår af art. 12(4). Det kræver naturligvis en række ændringer hos

Erhvervs- og Selskabsstyrelsens side, med hensyn til deres informationssystem som følge af selskabernes indberetningspligt om selskabernes tilvalg af særlige ordninger, men ikke mere end det burde være overskueligt.

3.4 Øvrige konsekvenser

Ud over, at direktivet – sandsynligvis - får den konsekvens, at de overtagelsesværn som i dag benyttes i stort omfang, om nogle år ikke vil kunne benyttes i samme omfang, så har direktivet endvidere ført en række andre ændringer med sig. Blandt andet bliver det pointeret, at medarbejderne i højere grad skal informeres og høres i forbindelse med et offentliggjort overtagelsestilbud. Indførelsen af en generel ramme for information og høring af medarbejderne fik vi dog allerede med Europa-Parlamentets og Rådets direktiv nr. 2002/14/EF af 11. marts 2002, men igen her gøres det opmærksom på, at arbejdstagerne *ikke* må glemmes.

Derudover ser vi i direktivet en række forsøg på at præcisere hvorledes værdiansættelsen af et selskabs aktiekapital skal ske i forbindelse med indløsning af en mindretalsaktionær. Dette kan navnlig anvendes i de tilfælde, hvor både værdipapirhandelslovens og aktieselskabslovens regelsæt finder anvendelse. Som det er i dag, kan der være usikkerhed om hvilke principper, der skal finde anvendelse. Slutteligt foreslås en forenkling af krav omkring tvangsindløsning af minoritetsaktionærer, idet den gældende frist som følge af udviklingen omkring værdipapirmarkedet ikke længere findes tidssvarende.⁸²

Det vurderes endvidere i lovforslaget, at indførelsen af direktivet hverken vil få økonomiske eller administrative konsekvenser, ud over en eventuel it-mæssig tilpasning i Erhvervs- og Selskabsstyrelsens informationssystem som følge af selskabernes indberetningspligt om selskabernes tilvalg af særlige ordninger i forbindelse med et overtagelsestilbud. Desuden vurderes det heller ikke, at indførelsen af direktivet vil få erhvervsøkonomiske eller administrative konsekvenser for erhvervslivet, og der vil således ikke være en berettiget grund til at forslaget bliver forelagt et virksomhedspanel. Heri er jeg dog i overvejende grad ikke enig. Som jeg senere vil komme ind på, så ser jeg en lang række af selskaber, hvis kapitalandele er optaget til handel på et reguleret marked, som kunne drage fordel af, allerede nu, at tage initiativer til at sikre sig mod fremtidige fjendtlige overtagelsesforsøg. Jeg har valgt at bruge Jyske Bank som et eksempel på dette.

⁸² Økonomi- og Erhvervsministeriet, L155 (som fremsat), s. 17 ff.

3.5 Gennemførelse og overgangsbestemmelser

I Kommissionens oprindelige forslag var foreslået, at fristen for gennemførelse af direktivet på nationalt plan skulle være den 1. januar 2005. I de ændringer, der er foretaget af Rådet og Parlamentet i enighed, er den gennemførelsesfrist fastsat til to år efter direktivets ikrafttræden. Det det nu vedtagne direktiv skal således gennemføres med en frist på to år efter ikrafttræden, som nævnt er den 20. maj 2006.

Imidlertid er Kommissionens forslag om en overgangsbestemmelse på 3 år for så vidt angår regulering af defensive foranstaltninger foreslået udeladt i Rådets og Parlamentets ændringer til Kommissionens forslag, vel ikke mindst som følge af, at disse bestemmelser er gjort valgfrie.⁸³

3.6 De nuværende overtagelsesværns effektivitet

De nugældende værns effektivitet har i en lang årrække vist sig at være særdeles effektive i en lang række af situationer, især i kombination med hinanden. Debatoplægget om Aktivt Ejerskab fra de fire ministerier i 1999 beskrev i afsnit 13.5 de væsentligste barrierer for overtagelse set fra tilbudsgivers side. Her blev nævnt forhåndsværn mod overtagelse, værn i forbindelse med forsøg på overtagelse og endeligt regler om tilbudspligt.⁸⁴ Som det ses af det nye overtagelsesdirektiv, vil de ovennævnte barrierer alle være brudt, og de vil således ikke i fremtiden have nogen reel ”barriere-effekt”. Som jeg har nævnt i tidligere afsnit, vil de enkelte vedtægtsmæssige bestemmelser ikke blive ulovliggjort med det nye direktiv, men ”blot” blive gjort virkningsløse i forbindelse med et overtagelsesforsøg. Dette vil ikke få nogen indflydelse på, at de fremover stadig kan anvendes, men på længere sigt (måske fra den 20. maj 2011) vil de ikke længere kunne anvendes som overtagelsesværn.

Men det store spørgsmål er, om der virkelig ikke er overtagelsesværn, der kan modstå et gennembrud? Som Werlauff skriver, er der ikke nogen sikker ”opskrift” på, hvorledes

⁸³ Niels Erik Nielsen m.fl., Overtagelsestilbud, s. 25- 32

⁸⁴ Forhåndsværn er en samlebetegnelse for stemmeretsbegrænsninger, omsættelighedsbegrænsninger og differentierede stemmerettigheder, der jo almenkendt har været benyttet til at hindre eller umuliggøre en fjendtlig overtagelse. De værn som kan anvendes i forbindelse med forsøg på overtagelse er eksempelvis Poison Pills og Golden Parachutes, men også andre afværgeforanstaltninger som Shark Repellent (F.eks. Staggered Boards, hvor bestyrelsen er delt op i tre grupper, og hvor hver gruppe kun er på valg hvert 3. år. Det betyder, at et evt. flertal i bestyrelsen først kan opnås efter afholdelsen af 2-3 ordinære generalforsamlinger) og Greenmail (selskabet tilbagekøber aktier fra en opkøber til en overkurs)

gennembrudsreglen i art. 11 kan omgås, hvad enten en stat frivilligt benytter sig af lejligheden til at indføre forskrifter om gennembrud, allerede under direktivets nuværende version, eller indførelsen heraf sker på grund af en senere, formentlig tvingende, ”ny” art. 11.⁸⁵ Som tidligere påpeget, var en af grundpillerne i begrundelsen for indførelsen af regler, der kunne gennembryde stemmeretsbegrænsninger, ejerloft og andre overtagelsesværn, netop at sikre kapitalens fri bevægelighed.⁸⁶

3.7 Fremtidige værn mod overtagelser

Som overskriften antyder, vil selskaberne fremover fortsat iværksætte nye tiltag for at sikre sig imod fjendtlige overtagelser. Disse tiltag kan dels tage udgangspunkt i direktivet selv eller af omstændigheder uden for direktivet. For selskabet kan art. 11(6) vise sig at blive én af dem, som i fremtiden kan være med til at sikre selskabet, påpeger Werlauff, men som jeg læser L155 (som fremsat) er man fra dansk side ved at spænde ben for sig selv, hvad det angår. Selv i aktionæroverenskomster, hvor en aftaleparts reducerede stemmewægt skulle give en kompensation, har man lagt op til, at såfremt disse er indgået efter den 30. marts 2004, vil de ligeledes blive omfattet af ”gennembrudsreglen”, jf. den ”nye” § 81, e, f og h.

En anden måde, der kan understøtte selvstændigheden, er naturligvis at gøre brug af den tidligere omtalte gensidighedsregel i art. 12(3), således at det selskab, der er åbent for gennembrud, kun kan overtages af et andet selskab, der ligeledes er åbent. Dette har man heldigvis også lagt op til fra dansk side, idet det fremgår af lovforslagets § 81 c, stk. 5, at, har selskabet indført en ordning om inddragelse af generalforsamlingen finder denne ordning kun anvendelse, hvis selskabets aktier bliver genstand for et tilbud fra et selskab i et EU/EØS-land, som har indført en tilsvarende ordning eller som direkte eller indirekte kontrolleres af et moderselskab, der har indført en tilsvarende ordning.

Ud over de rent lovgivningsmæssige, og mulige, tiltag, skal der nu nytænkes og nyfortolkes. Den oprindelige ide med overtagelsesværnene var, at når en erhvervsvirksomhed med den oprindelige ejer i spidsen, havde vokset sig tilpas stor, og nødsaget til at invitere flere nye

⁸⁵ Erik Werlauff, *Kapital og stemmeret*, s. 82 ff.

⁸⁶ Med henvisning til EF-domstolens retspraksis om kapitalens frie bevægelighed, jf. art. 56 EF, særligt dommene af 4. juni 2002 i sagerne C-367/98, *Kommissionen mod Portugal*, C-483/99, *kommissionen mod Frankrig*, og C-503/99, *kommissionen mod Belgien*.

aktionærer med, var det nærliggende for den gamle indehaver fortsat at reservere sig indflydelse på videreudviklingen af forretningsidéen. Dette kunne netop ske ved en opdeling af aktiekapitalen i A- og B-aktier som således i forbindelse med en evt. børsnotering, eller som en forberedelse hertil, kunne sikre de gamle indehavere de indflydelsesrige A-aktier, men samtidig dele den økonomiske fortjeneste med de nye medejere. Det er måske i den oprindelige *ide* vi skal finde svaret; altså at sikre indflydelsen så tæt på ejerne eller ledelsen som muligt.

Hvis ikke selskaberne har mulighed for at sikre sig mod uinviterede overtagelsesforsøg, ja så vi vil enten se langt større tilbageholdenhed med at notere sig på et reguleret marked eller se en opblomstring af nye markeder, eksempelvis de alternative markedspladser, der i lovgivningen er ved at blive åbnet mulighed for.

For det første så tror jeg imidlertid ikke på den med de alternative markedspladser. Allerede nu har adskillige myndigheder og organisationer udvist stor skepsis omkring deres udformning, oplysningspligt, regulering etc. Desuden bliver det også påpeget, at vi allerede om få år sandsynligvis vil se en europæisk regulering også på de områder, et gæt kunne være i år 2011 med det på det tidspunkt ”nye” overtagelsesdirektiv.

For det andet vil det være helt utænkeligt at store multinationale virksomheder med vækst for øje, ikke på et eller andet tidspunkt vil have behov for at hente ny kapital hjem til den videre udvikling. For at blive underkastet direktivets bestemmelser kræver det naturligvis, at dette sker på et reguleret marked.

Derimod så tror jeg, at virksomhederne i stort omfang vil søge at sikre sig på anden vis. Vi vil nok ikke kunne forvente en så ultimativ beskyttelse som hidtil, men uanset hvad, så er alt bedre end intet! Under alle omstændigheder er udgangspunktet, at der skal skabes større parallelitet mellem ejer- og lederinteresser, for den vej igennem at sikre selskabets selvstændighed. Eksempler herpå kunne være gennem aktiebaserede incitamentsordninger, aktieopsamlende fonde med tilknytning til selskabet, medarbejderfonde m.v.⁸⁷ For dem alle gælder det, at én af de ”magiske” kapitalgrænser på henholdsvis 10% og 34% skal sikre, at overtagelsestilbud fra en uinviteret tilbudsgiver ikke er muligt at gennemføre. De 10% er indløsningsgrænsen i henhold til såvel aktieselskabsloven § 20 b, (indløsningsret) som i aktieselskabslovens § 79, stk. 2, nr. 3.

⁸⁷ Erik Werlauff, Kapital og stemmeret, s. 82 ff. *samme*, Stemmeloft, ejerbegrænsning, A- og B-aktier: Nu kræves der rettidig omhu af danske selskaber, hvis værnene mod uinviteret overtagelse skal bevares

(vedtægtsændring med forøgede forpligtelser). De 34% er vedtægtsændringsgrænsen, som følger af aktieselskabslovens § 78. Hvis vedtægterne sætter brøken højere end de 2/3 af afgivne stemmer og repræsenterede kapital, der er udgangspunktet efter § 78, mindskes vedtægtsændringsgrænsen tilsvarende. Således bliver det *endnu* sværere for generalforsamlingen at træffe beslutning om, hvorvidt selskabets skal tiltræde de valgfri ordninger i art. 12, men at det bliver sværere for generalforsamlingen at samle tilstrækkelig tilslutning til, er jo netop den virkning man ønsker, så på den måde kan det dermed netop virke som et ”værn” mod åbenhed og derved falde ind under gensidighedsreglen.

3.7.1 Aktieopsamlende fonde – det mest sikre valg?

Hvis man ønsker mest mulig beskyttelse, er der ingen tvivl om, at man skal oprette aktieopsamlende fonde, med et formål, at sikre sig mod fjendtlige overtagelser. Vi har for nyligt set et udmærket eksempel på netop etablering af to aktieopsamlende fonde hos Jyske Bank med det erklærede formål at fastholde bankes selvstændighed.

Hvis – eller når – direktivet kommer i en hard-core version, er det sandsynligvis et afsluttet kapitel at sikre sig mod fjendtlige overtagelser ved hjælp af vedtægts- og aftalemæssige bestemmelser. Derved får en eventuel tilbudsgiver mulighed for at normalisere vedtægterne allerede på den første generalforsamling efter, at vedkommende har sikret sig en ejerandel på 75% af den stemmeberettigede kapital. Ved at fonde (selskabet selv!) ejer egne aktier, kan det derved ”omgå” at en eventuel tilbudsgiver får mulighed for at sikre sig aktier i de mængder, således at tilbudsgiver får disse muligheder.

Fondsmodellen, som Jyske Bank har benyttet sig af, er dog på ingen måde et nyt fænomen, idet vi på bank- og sparrekasseområdet allerede så denne udnyttet helt tilbage til slut-firserne.

Med indførelsen af Bank- og Sparrekasseloven af 1975 indførtes som hovedprincip en ligestilling af banker og sparekasser med hensyn til de forretningsmæssige aktiviteter, der måtte udføres. På grund af bankers og sparekassers forskellige juridiske organisationsform var der imidlertid forskel på mulighederne for kapitaltilførsel. Mens bankerne havde mulighed for at tilføre kapital ved en aktieudvidelse eller ved udstedelse af konvertible obligationer, var

sparekasserne henvist til at fremskaffe den fornødne kapital ved egenkonsolidering eller garantikapital, som sammenlignet med aktiekapital ikke er tilsvarende fleksibel og attraktiv.⁸⁸

På grund af skærpede konkurrencevilkår som følge af internationaliseringen og liberaliseringen af kapitalbevægelserne, herunder gennemførelsen af EFs indre marked, gennemførtes i 1988 en ændring af bank- og sparekasseloven således, at sparekasser kunne omdannes til aktieselskaber og herigennem få tilført ny egenkapital.

Til formålet anvendtes to forskellige modeller; nemlig fondsmodellen og indkapslingsmodellen. Ved begge modeller fandt selve omdannelsen sted på den måde, at sparekassen stiftede eller købte et aktieselskab, der fik tilladelse af Finanstilsynet til at drive pengeinstitutvirksomhed. Herefter fusionerede aktieselskabet med sparekassen efter fusionsreglerne i aktieselskabsloven med aktieselskabet som det fortsættende selskab og sparekassen blev opløst uden likvidation.

Det smarte ved fondsmodellen er, at sparrekassens aktiver og passiver, herunder egenkapital, overdrages til aktieselskabet samtidig med at den oprettede erhvervsdrivende fond får overdraget aktier fra aktieselskabet, svarende til værdien af sparrekassens reserver, efter at garantikapitalen er ombyttet til aktiekapital til en skønnet markedskurs. Det primære formål med modellen er at sikre en uforandret videreførelse af sparrekassevirksomheden, samtidig med, at de opsamlede reserver fortsat er til rådighed for sparrekassens drift, uden dog at fremtidige aktionærer i aktieselskabet kan få andel i disse midler.

Ved omdannelsen vil aktieselskabet få to aktionærgrupper; nemlig fonden og de tidligere garanter. På det tidspunkt var formålet at sikre sparrekassens reserver, men at det siden hen skulle vise sig at være yderst fordelagtig på flere måder, havde man på daværende tidspunkt ikke regnet ud. Fremover vil vi derfor med garanti se endnu flere virksomheder, der opretter fonde, med et formål at opsamle og besidde aktier i det pågældende selskab. I dag er formålet dog en anden.

Selve indkapslingsmodellen, som jeg også har nævnt, er for nærværende afhandling uinteressant. I modellen bliver ”fonden” (kapitalreserven) bundet i selve aktieselskabet, og derfor ikke udskilt som et selvstændigt organ. Udskillelsen af sparrekassereserven via denne

⁸⁸ Finansministeriet m.fl., Debatoplæg om Aktivt Ejerskab, s. 264-265

model, har dermed ikke fået nogen reel indflydelse på kapitalstrukturen i de sparrekasser, som benyttede sig af denne model.⁸⁹

3.7.1.1 Jyske Banks fonde

En fond som den Jyske Bank har oprettet, dækker over en række særegne karakteristika:

- Fonden skal have en formue, der uigenkaldeligt er udskilt fra stifterens formue
- Fonden skal have et eller flere bestemte formål
- Rådighedsbeføjelsen er overladt til en selvstændig ledelse
- Fonden er et selvstændigt retssubjekt
- Fonden har selv ejendomsretten til fondens formue

Ved stiftelsen af en fond er der en række grundlæggende krav. For det første skal fondens formue være effektivt udskilt fra stifterens og eventuelle bidragsyderes formue. Betingelsen om udskillelse fra stifter har to led: formuen skal være udskilt i forbindelse med stiftelsen, og formuen må ikke senere gå tilbage til stifter i forbindelse med ophør af fonden.

I erhvervsdrivende fonde er det erhvervsmæssige formål typisk at videreføre en bestemt koncern eller virksomhed, og/eller få eller bevare den dominerende indflydelse herover. Og Jyske Bank er ingen undtagelse.⁹⁰

”Jyske Bank er uofficiel danmarksmester i at beskytte sig mod overtagelsesforsøg”. Sådan beskriver Lene Andersen fra Jyllandsposten Jyske Banks nye initiativ i en artikel fra 15. marts 2004. Jyske Bank er Danmarks tredje største bank, og vil være et godt brohoved for en udenlandsk bank, der ønsker sig ind på det danske bankmarked, men sådan bliver det ikke, i hvert fald ikke hvis det står til den ordførende Direktør Anders Dam og den på det tidspunkt nye bestyrelsesformand Sven Buhrkall, der sammen står i spidsen for det nye initiativ. Anders Dam har flere gange, og i skarpe vendinger, kritiseret såvel shareholder-value som Corporate Governance, og begrundet det med, at han hellere vil skabe trygge rammer for medarbejderne frem for åbenhed over for aktionærerne. Anders Dam har udtalt i en anden avisartikel, ligeledes fra Jyllandsposten, at ”Vi er ikke sat i verden for aktionærernes skyld alene. Og vi giver ikke

⁸⁹ Finansministeriet m.fl., Debatoplæg om Aktivt Ejerskab, s. 264-268

⁹⁰ Finansministeriet m.fl., Debatoplæg om Aktivt Ejerskab s. 254-263

noget for, at vi kun skulle være aktionærernes bank. Vi prøver at skabe balance mellem hensynet til kunder, medarbejdere og aktionærer”.⁹¹

Da de to nye fonde; Jyske Banks Almennyttige Fond og Jyske Banks Medarbejderfond, blev stiftet ved årsskiftet 2004, udløste det en sand storm af kritik fra flere sider. Advokat Christian Harlang beskyldte banken for juridisk ”incest”, fordi fondene ikke havde en uafhængig ejer, men næsten var en spejling af bankens ledelse. Erhvervs- og Selskabsstyrelsen var også på banen og kaldte fondene for ”uskønne”, Claus Silfverberg fra Dansk Aktionærforening også ude med riven, og udtalte, at banken slet ikke burde være børsnoteret, eftersom man ikke ville overgive magten til aktionærerne og endelig udtrykte fondsbørsens direktør, Ole Jochumsen, bekymring for de to nye fonde og sagde, at det ikke var noget signal at sende, når en så stor en børsnoteret virksomhed indførte flere værn mod overtagelser.

Grunden til, at de to nye fonde blev ofret så meget opmærksomhed var, at de af flere blev betragtet som aktionærfjendske og på kant med fondsreglerne. Fra starten af har Jyske Bank ikke lagt skjul på formålet med de to fonde; nemlig at sikre bankens selvstændighed og fortsatte hovedsæde i Silkeborg. De to oprettede fonde skal stemme sammen med direktionen og bestyrelsen, når det gælder vedtægtsændringer, stemmeretsbegrænsning og salg af dele af banken og fusion. Ydermere ledes fondene af bankens håndplukkede mænd, herunder nuværende og tidligere Jyske Bank folk, eksempelvis står Anders Dam i spidsen for den Almennyttige Fond som bestyrelsesformand.

Man kunne så spørge sig selv, om ikke et flertal af utilfredse aktionærer ville kunne vælte bestyrelsen på generalforsamlingen, men svaret er faktisk nej. Som noget meget usædvanligt i et stort børsnoteret selskab, vælges bankens bestyrelse faktisk slet ikke på generalforsamlingen, men af et særskilt repræsentantskab.

Fondene skal fungere ved, at de hvert år modtager 10 mio. kr. fra Jyske Bank, og sammen med startkapitalen på ligeledes 10 mio. kr. kan de således have en formue på 140 mio. kr. eller mere, når overtagelsesdirektivet i 2011 måske fjerner grundlaget for at benytte de eksisterende værn som værn mod overtagelser.

⁹¹ Lene Andersen, Forsvar: Frihed eller døden, Erhvervsmagasinet, side 2.

Jyske Bank er ikke ene om at have etableret fonde som skal medvirke til at modarbejde fjendtlige overtagelser. Den lille Herning-baserede Bonusbanken har oprettet en lignende fond, som i dag ejer ca. hver fjerde aktie i banken.⁹² I en rundspørge som Jyllandsposten foretog i foråret 2004, fik man dog ingen meldinger om, at andre lokale eller mellemstore banker havde planer om at følge i fodsporene på hverken Jyske Bank eller Bonusbanken. Virkeligheden bliver måske en anden, når det går op for flere af de lokale og mellemstore banker, hvad det nye overtagelsesdirektiv vil komme til at betyde for dem.

3.7.2 Andre børsnoterede selskaber med fokus på ejer- og stemmeloft samt A- og B-aktier

En lang række af børsnoterede selskaber har og har haft fokus på overtagelsesværnene de sidste par år. Blandt andet har flere danske banker droppet værn som stemmeretsbegrænsning og ejerloft på aktier, eksempelvis Midtbank, der kort efter blev opkøbt af Svenske Handelsbanken, men også Spar Nord har droppet dem. En anden bank, den lille sydsjællandske Max-Bank, har ligeledes haft spørgsmålet om ophævelse af stemmeretsbegrænsninger på programmet i år ved den årlige generalforsamling, men her gik bestyrelsen ind og anbefalede, at man i lighed med en lang række pengeinstitutter *ikke* fulgte Nørby-udvalgets anbefalinger om at fjerne stemmeretsbegrænsninger. Bestyrelsen kunne derfor ikke tilslutte sig forslaget om at ændre vedtægterne på dette punkt, idet man pointerede, at stemmeretsbegrænsningen skulle ses som et værn mod en fjendtlig overtagelse. Banken bliver måske klogere.

Et andet stort børsnoteret selskab, der ligeledes har haft taget emnet op i år, er TDC, men her foreslog bestyrelsen selv, at stemmeretsbegrænsningen på 10% blev ophævet. Kort tid efter forslagets vedtagelse, svirede rygterne om opkøb af TDC, men endnu er intet konkret tilbud blevet offentliggjort.

3.8 Nogle retlige og økonomiske betragtninger

Anvendelsen af A- og B-aktier er tæt forbundet med den særlige danske ejerskabsstruktur, især fondsejerskab. Typisk sidder en fond inde med de stemmetunge A-aktier (som i nogle tilfælde ikke er noteret), mens de stemmesvage B-aktier er noteret og spredt ud på en bred vifte af investorer. I andre tilfælde er A-aktierne koncentreret på en lille kreds af personer, der ofte er i

⁹² Bonusbankens årsrapport for 2004, s. 31

familie med stifteren af selskabet. Typisk vil fondens vedtægter specificere, at fonden skal bevare en dominerende indflydelse i selskabet, hvilket især sikres ved at holde de stemmetunge A-aktier. Med EU's "held" til at få gennemført gennembruds-reglen, får det dermed dramatiske konsekvenser for den danske ejerstruktur, hvilket ikke hidtil har været i fokus i debatten for og imod A- og B-aktier. Af frygt for at gennembruds-reglen bliver tvingende om fem år, må fonden imidlertid opkøbe flere aktier i markedet for at styrke sin position og dermed leve op til fundatsens bestemmelse om at bevare kontrollen med selskabet. Problemet er, at mange fonde ikke ligger inde med tilstrækkelige økonomiske midler, eftersom fondene typisk har en almennyttig karakter.

Udover de ovennævnte betragtninger, kan man ligeledes sætte spørgsmålstegn ved, om det overhovedet er muligt, at vi i Danmark kan få et effektivt marked for virksomhedskontrol. Imod bevarelsen af A- og B-aktier har ofte været fremført, at der bør være proportionalitet mellem stemme og ejendomsrettigheder, hvilket kan være med til at hindre konflikter mellem mindretalsaktionærer og majoritetsaktionærer. Den grundlæggende idé med virksomhedsovertagelser er imidlertid, at det kan være med til at disciplinere ledelsen. Hvis ledelsen ikke varetager aktionærernes interesser og maksimerer værdiskabelsen i selskabet, vil aktiekursen falde. Men denne risiko er den siddende ledelse naturligvis bekendt med. Caspar Rose nævner i en artikel i Inspi, Harvard-økonomen Michael Jensen, som på et teoretisk plan er en af fortalere for, at virksomhedsovertagelser er gavnlige for aktiemarkedet. Han begrundet blandt andet dette med, at virksomhedsovertagelser kan reducere tilstedeværelsen af det frie cash-flow i virksomheden, og i stedet udbetale det til aktionærerne, som igen kan placere dem i nye investeringer.

Et andet argument imod virksomhedsovertagelser kan være, at det langtfra er altid, at det er det mest effektive selskab der opkøber det mindre effektive selskab, hvorfor et mindre selskab i kraft af deres beskedne størrelse vil være et nemmere bytte end store og ineffektive selskaber. Et andet synspunkt, og med rette, er at samfundsøkonomiske omkostninger som regel ikke er taget i betragtning. Der er set et utal af virksomhedsovertagelser, hvor målselskabet kort efter er lukket ned af det overtagende selskab, hvilket har medført store sociale problemer og arbejdsledsløshed til følge.⁹³

⁹³ Et godt eksempel behøver vi for så vidt ikke at lede længe efter. Tag bare Nordjylland, der det sidste års tid har været præget af store slagterilukninger, og hvor man i dag ser et stort antal af faglærte og ufaglærte, der har behov for omskoling eller videreuddannelse, for at kunne varetage et andet job.

For at vende tilbage til spørgsmålet om, hvorvidt det er muligt i Danmark at få et effektivt marked for virksomhedskontrol, peger Caspar Rose på to ting. For det første kræver det et meget likvidt kapitalmarked, som kan være med til at finansiere virksomhedsovertagelser, hvilket Caspar Rose påpeger, at det danske marked, bortset fra stats- og obligationsmarkedet, bestemt ikke er. På den baggrund kan man således frygte, at det typisk er de store virksomheder, som selv har tilstrækkeligt med økonomiske ressourcer til at finansiere opkøbene, der vil opkøbe de mindre virksomheder, hvilket ikke altid er sammenfaldende med en effektiv ressourceallokering i samfundet.

For det andet er det sandsynlig, at reglerne om tilbudspligt jf. værdipapirhandelsloven § 31, ved majoritetsovertagelse vil kunne hæmme overtagelsesaktiviteten. Konsekvensen af tilbudsreglen, som oprindeligt er tænkt som en minoritetsbeskyttelsesregel, er, at det vil blive dyrere at overtage et givet selskab, hvilket i sidste ende vil afholde potentielle købere fra at overtage selskabet. Som det fremgår af gældende regler, skal erhververen nemlig tilbyde de resterende aktionærer en kurs svarende til den højeste kurs, som tilbudsgiver har betalt i de foregående seks måneder forud for tilbudets afgivelse. En mulighed ville være at benytte en gennemsnitskurs, men det ville igen mindske den positive kursreaktion på målselskabets aktier, som igen samlet set vil mindske aktionærernes gevinst.

To nyere undersøgelser har sat fokus på, om tilstedeværelsen af overtagelsesværn, herunder A- og B-aktier, påvirker ledelsens incitamenter samt selskabets finansielle performance. For det første har det vist sig, at selskaber, der er effektivt beskyttet imod overtagelse, ikke klarer sig dårligere end selskaber, der ikke er effektivt beskyttet imod overtagelse.⁹⁴ For det andet er det blevet afkræftet, at selskaber, der er effektivt beskyttet, ikke ligger inde med mere frit cash flow end selskaber, der i princippet kan overtage.⁹⁵ Af den sidste undersøgelse fremgår dog en interessant vinkel på overtagelsesværn. Det påpeges, at selskaber, der er ubeskyttede har en signifikant højere fremmedkapitalandel, hvilket måske kan forklares med, at ledelsen i ubeskyttede selskaber øger deres finansielle gearing for at afskrække potentielle opkøbere ved at signalere til oververdenen, at der ikke er noget at komme efter. Med andre ord er der mulighed

⁹⁴ Revifora, Inspi, 4/2004, EU's overtagelsesdirektiv s. 10-13, jf. Corporate Financial Performance and the use of Takeover Defenses, European Journal of Law and Economics, 2002, Vol. 13, no. 2. pp.91-113.

⁹⁵ Revifora, Inspi, 4/2004, EU's overtagelsesdirektiv s. 10-13, jf. Caspar Rose i Ledelse og Erhvervsøkonomi 4/2002, pp. 189-201, Overtagelsesværns indflydelse på ledelsens incitamenter

for, at gæld kan fungere som et slags substitut for indførelsen af et overtagelsesværn, som kræver aktionærernes godkendelse, hvilket jo ikke er tilfældet ved optagelse af fremmedkapital.

Ud fra ovenstående betragtninger er det derfor ikke givet, at det økonomisk er hensigtsmæssigt at fremme et marked for virksomhedskontrol, eftersom det kan skabe nogle negative samfundsøkonomiske omkostninger. Desuden er det blevet påpeget, at det langt fra er sikkert, at der kan skabes et effektivt marked for virksomhedskontrol med udgangspunkt i den manglende likviditet sammenholdt med reglerne om tilbudspligt i værdipapirhandelsloven. Desuden har de nye undersøgelser vist, at anvendelsen af A- og B-aktier ikke er til skade for aktionærerne.

Sammenfattende må det derfor konstateres, at Caspar Rose langt fra er positiv stemt overfor Europa-kommissionens nye direktiv, eftersom han ser formålet med direktivet som værende at sikre tilliden til aktiemarkedet i Europa, hvilket bestemt ikke vil være tilfældet gældende for det aktuelle danske markeds indretning med ejerstrukturer m.v. Han mener dog ikke, at fordelene ved at anvende A- og B-aktier overstiger ulemperne, men begrundelserne for, at en gennembrudsregel helt skulle kunne fjerne grundlaget for disse, er han ikke enig i. Han mener, at selskaberne hellere skulle bruge mere energi på at fortælle omverdenen *hvorfor* A-aktier ikke er noget problem, og at disse, i de tilfælde hvor en sammenlægning er udelukket, ikke udnyttes til at varetage egne interesser, men derimod loyalt varetager selskabets interesser.

Jeg vil dog mene, at efter den tyske Siemens-doms afgørelse om, at A-aktier, der ikke har været benyttet til at opretholde kontrollen med selskabet, og som derfor ikke vil blive tillagt nogen merværdi, er begrundelsen om at opretholde ejerstrukturer med såvel A- som B-aktier delvis undermineret. I princippet kunne man derfor ligeså godt bevæge sig tilbage til udgangspunktet om én aktie – én stemme, og i stedet benytte sig af et repræsentantskab, som det også gør sig gældende i Jyske Bank.

3.9 Sammenfatning på kapitel 3 – Konsekvenser og perspektiver i overtagelsesdirektivet

I det tredje og sidste kapitel har jeg undersøgt hvilke konsekvenser og perspektiver vi vil se med indførelsen af direktivet. Først og fremmest betyder direktivet en række ændringer for VHL §§ 31 og 32, men derudover medfører direktivet en række forandringer, hvor nogle vil få større konsekvenser end andre. Under alle omstændigheder er vedtægts- og aftalemæssige bestemmelser sandsynligvis snart et levn fra fortiden.

Som jeg har været inde på, så gennemføres direktivet uden en egentlig overgangsperiode. Dette begrundes med bestemmelserne om de valgfri ordninger, hvori det fastlægges, at såvel art. 9 stk. 2 og 3 samt art. 11 er valgfri. Dermed ikke sagt, at det enkelte selskab ikke *kan* benytte sig af de omhandlende principper, men at det først skal vedtages på det enkelte selskabs generalforsamling. Danmark har således benyttet sig af valgfriheden, dog således, at selskaber der ønsker det, skal kunne vælge at anvende art. 9 og 11.

Samtlige bestemmelser i direktivet finder anvendelse på både pligtmæssige og frivillige overtagelsestilbud, jf. art. 2(1)a. Et pligtmæssigt tilbud defineres om et tilbud, der er påbudt efter national lov, og bliver derfor ikke nærmere reguleret i direktivet. Som følge af, at overtagelsesdirektivet er målrettet mod noterede selskaber, har man taget konsekvensen heraf, og indført et kapitel 10 A i aktieselskabsloven, således at reguleringen fremover sker heri.

Jeg valgte at fokusere på tre centrale artikler i direktivet, og det gjorde jeg med den hensigt, at det er i de tre artikler, vi ser, og vil se, langt de fleste gennemgribende bestemmelser. F.eks. er der i art. 10 lagt op til en langt større gennemsigtighed og ikke mindst oplysningspligt, således at noterede selskaber fremover i ledelsesberetningen skal offentliggøre dets overtagelsesværn m.v., fremlægge dem på generalforsamlingen og sidst men ikke mindst, forsvare disse.

I art. 11, og specielt i art. 11(4), viser den såkaldte ”break-through”-regel sig. Reglen om suspension af vedtægts- og aftalemæssige bestemmelser kom i støbeskeen i Winter-rapporten, og er således blevet omfattet af det endelige direktiv. Som nævnt, tillader art. 12, at gennembrudsreglen ikke anvendes, medmindre andet bestemmes på selskabets generalforsamling. Derudover er indført en gensidighedsregel, der går ud på, at et selskab, der er ”åbent”, kun kan overtages af et åbent selskab, hvorfor et ”lukket” selskab selvsagt ikke kan overtage et ”åbent”.

I et ”åbent” selskab kræves det endvidere, at ledelsen er underlagt et strengt neutralitetskrav. Det betyder, at ledelsen er afskåret fra at foretage defensive foranstaltninger, der kan lægge en hindring i vejen for tilbuddet. Derudover har ledelsen pligt til at redegøre for overtagelsestilbuddet, ligesom det allerede fremgår af eksisterende danske regler. Men udover den ovennævnte redegørelse, skal ledelsen ydermere vurdere effekten af tilbuddet, herunder de strategiske planer, som er fremlagt fra det opkøbende selskab.

En beslutning om suspension af eksisterende ejerlofter, stemmeretsbegrænsninger eller særlige stemmerettigheder i øvrigt, adskiller sig ikke fra andre beslutninger om ophævelse af

vedtægtsmæssige bestemmelser, og skal således tiltrædes af minimum 2/3 af de afgivne stemmer, som af den på generalforsamlingen repræsenterede stemmeberettigede kapital, jf. majoritetskravet i AL § 78. I tilfælde, hvor der kan blive tale om forskydninger i retsforholdet mellem aktieklasser, skal beslutningen ligeledes tiltrædes af mindst 2/3 af den på generalforsamlingen repræsenterede del af den aktieklasse, hvis retsstilling forringes.

Når værnene fremover, i medfør af gennembrudsreglen i art. 11, ikke længere kan benyttes som egentlige overtagelsesværn, må vi forvente, at andre værn træder i stedet. Det er dog blevet pointeret, at intet værn sandsynligvis vil være så effektivt, som de værn vi har i dag. En frontløber for de ”nye” værn, må formodes at være de aktieopkøbene fonde. Herigennem kan sikres en betydelig ejerandel, således at en eventuel interesseret køber ikke har mulighed for at skaffe sig de 75%, som det foreskrives i art. 11(4). Jeg har givet et eksempel med Jyske Bank, der flere steder anfægtes for at være danmarksmester i at beskytte sig mod opkøb. Endda så vidt, at flere centrale instanser har udtrykt bekymring for, hvorvidt det var formålstjenligt, at selskabet var børsnoteret. Det ændrer dog ikke ved, at Jyske Banks oprettelse af de to fonde blev godkendt, og vil sammen med en række andre tiltag forsøge at bibeholde magten i selskabet.

Til slut har jeg rundet af med et par retlige og økonomiske betragtninger. Nye undersøgelser har nemlig vist sig at stå i skærende kontrast til det nye overtagelsesdirektiv, hvor fokus har været på, om tilstedeværelsen af overtagelsesværn påvirker ledelsen incitammenter, samt selskabets finansielle performance. Begge undersøgelser har påvist, at selskaber med overtagelsesværn ikke klarer sig dårligere end selskaber uden værn. Det er derfor ikke givet, at det økonomisk er hensigtsmæssigt at fremme et marked for virksomhedsovertagelser, eftersom det kan skabe negative samfundsøkonomiske omkostninger. Desuden påpeges det, at et effektivt marked for virksomhedsovertagelser kræver et likvidt marked, hvilket ikke ligefrem kender tegner det danske. OMX-samarbejdet skal dog forsøge at rette op på dette, og de nyeste tal for tilmeldte investorer på Københavns Fondsbørs peger dog også i den retning. Indtil videre er det dog svært at bedømme effekten heraf.

Konklusion

Europa-Parlamentets og Rådets Direktiv 2004/25/EF af 21. april 2004 om overtagelsestilbud har været omdrejningspunktet i min kandidatafhandling, der bærer hovedoverskriften: Overtagelse og overtagelsesværn. Fokus har været rettet mod konsekvenserne af og perspektiverne i overtagelsesdirektivet, samt de mulige reaktioner vi vil kunne forvente os at se fra selskabernes side, efter implementeringen af direktivet.

Min afhandling har jeg bygget op om tre kapitler; først et kapitel om selskabernes ejerstrukturer, og udviklingen i disse, særligt med fokus på Nørby-udvalgets anbefalinger for god selskabsledelse. Dernæst et kapitel om selve overtagelsesdirektivet og dets implementering i dansk ret, og slutteligt et kapitel, hvor jeg har givet mit bud på konsekvenserne af og perspektiverne i det nye overtagelsesdirektiv.

De nuværende ejerstrukturer er i dag sikret med næb og klør mod fjendtlige overtagelser. I en lang række af de store og større selskaber ser vi differentierede aktieklasser, ejer- og stemmelofter, gyldne faldskærme og giftpiller, som alle skal være med til at besværliggøre en eventuel overtagelse. Reglerne i Danmark er i dag indrettet således, at det nærmest er umuligt at gennemføre en uinviteret overtagelse på et selskab, pga. dets mange sikringer. Men det har EU nu tænkt sig at rette op på.

Indtil videre har man, set med danske øjne, været rigeligt dækket ind med markedsmekanismernes indflydelse på vedtægts- og aftalemæssige bestemmelser, men på europæisk plan vurderes dette ikke at være tilstrækkeligt. Formålet med det 13. selskabsdirektiv har derved været at integrere de europæiske finansielle markeder, for at fremme Europas konkurrencedygtighed, baseret på Kommissionens handlingsplan for finansielle ydelser, inden udgangen af 2005.

Af de mest brugte overtagelsesværn kan nævnes differentierede aktieklasser, ejer- samt stemmelofter. Det er ligeledes derfor, at fokus i min afhandling har været rettet mod disse.

For stemmeretsdifferentieringens vedkommende, ligger det problematiske i, at indflydelsen ofte er koncentreret hos enkelte aktionærer, uanset at disse kapitalmæssigt udgør en minoritet. Se eksempelvis Aller-Fonden. Stemmeretsdifferentiering betyder således, at det kan være

vanskeligt for et flertal af aktionærerne at påvirke selskabets ledelse, hvilket ikke er hensigtsmæssigt i situationer, hvor ledelsen eksempelvis fungerer utilfredsstillende.

Flere selskaber fravælger dog også i større og større grad at have flere aktieklasser. Dette kan både være en naturlig følge af markedsmekanismerne, men også som følge af Europa-kommissionens forslag til at begrænse adgangen hertil og/eller neutralisere fordelene herved. Som jeg også har påpeget, vil de øvrige fordele herved stadig være eksisterende – ikke mindst i perioden, som strækker sig helt frem til foråret 2011.

Stemmelofter kan imidlertid forekomme demokratiske, idet ingen aktionær kan kontrollere selskabet, men netop denne begrænsede indflydelse gør, at selskabernes ledelse, bl.a. ved hjælp af fuldmagter, kan styre generalforsamlingerne. Af de grunde, er dette ikke hensigtsmæssigt, hverken for den enkelte aktionær eller for samfundet som sådan. Et eksempel herpå er Bonusbankens afskaffelse af netop stemmelofter, som omgående fik kursen til at stige. Dette kan på flere måder siges at være aktionærernes henrykkelse herfor, altså en positiv modtagelse, med stigende aktiekurs til følge.

Ejerstrukturer med A- og B-aktier er i tilbagegang og vi ser igen en tendens hen imod, at indflydelsen i selskabet igen placeres hos ejerne, frem for, som for år tilbage, hos ledelsen. Dette fremgår dels at de teoretiske studier som bl.a. refereres af Krüger, men også i meget af den ny lovgivning og forslag til ændringer i den nugældende lovgivning.

A-aktiernes rettigheder er stadig opretholdt. Der er fremover stadig mulighed for at øve indflydelse på den daglige ledelse, det er stadig muligt at bibeholde en bestemmende indflydelse i en periode, eksempelvis som følge af frasalg eller skifte i den daglige ledelse, men som et egentlig værn mod fjendtlige overtagelser, vil hverken stemmelofter, ejerlofter eller den stemmetunge aktie i nær fremtid sandsynligvis kunne benyttes som.

Et springende punkt for ophævelsen eller suspenderingen af eksisterende værn, er det ekspropriationsretlige spørgsmål. En overflytning af indflydelse fra A-aktionærerne til B-aktionærerne er et indgreb i ejendomsretten jf. Grundlovens § 73, og det skal derfor afstedkomme en rimelig kompensation. Desuden har såvel den nationale som den internationale lovgivning givet tilsagn om muligheden herfor. Overtagelsesdirektivets art. 11(5) nævner, at *når rettigheder bortfalder, skal der ydes en rimelig kompensation for ethvert tab, som indehaverne af rettighederne lider*. I en situation, hvor A-aktionærerne får kompensation for at opgive stemmemajoriteten, er det af Københavns Fondsbørs fastsat, at denne kompensation jf.

”fordelingsreglen” ikke må overstige 50%.⁹⁶ Af doms- og ligningspraksis har det imidlertid vist sig, at erstatning kun ydes i det tilfælde, hvor de stemmetunge A-aktier er blevet benyttet til at opretholde en betydelig indflydelse (kontrollen) i selskabet. Dette ses bl.a. anvendt i ZIP2002,1765, hvor Siemens-familien ikke fik vederlag ved neutraliseringen af deres stemmetunge aktier.

Spørgsmålet om afståelsesbeskatning i forbindelse med vedtægtsændringer har givet anledning til megen omtale. Her er således både førende eksperter for og imod denne afståelsesbeskatning. Højesteret har dog ved dom præciseret, at afståelsestidspunktet er tidspunktet for ejendomsrettens endelige ophør, og samtidig har LSR omstødt en bindende forhåndsbesked, således at afståelsesbeskatning alligevel ikke kunne finde sted jf. ABL § 1, stk. 1. Siden hen har flere danske selskaber foretaget en sådan aktiesammenlægning, hvor compensationen ses at have været meget svingende fra selskab til selskab. Jeg har nævnt en håndfuld ”rettesnore” for fastsættelsen af denne compensation, men indtil videre står spørgsmålet helt åbent, hvorvidt der skal ydes compensation, og hvor stor denne skal eller bør være.

På det rent skattemæssige område er og har der været en del tvivl om, hvorvidt en aktieombytning udløser beskatning eller ej. Svend Erik Holm mener direkte, at det vil være uacceptabelt, hvis et selskab ikke kan gennemføre en vedtægtsændring, uden at det vil indebære afståelsesbeskatning jf. aktieavancebeskatningsloven. Dette standpunkt støtter eksempelvis Werlauff dog på ingen måde.

I dansk ret er man indtil videre nået til 1. behandlingen af L155, som er lovforslaget, der skal fastsætte rammerne for implementeringen af overtagelsesdirektivet. På nuværende tidspunkt ligger lovforslaget i Erhvervsudvalget, som ifølge tidsplanen kommer med deres betænkning omkring lovforslaget sidst i maj 2005. Det ses, at lovforslaget får vidtrækkende ændringer på aktieselskabsloven, årsregnskabsloven og værdipapirhandelsloven. Hvor reguleringen af tilbudspligten før var reguleret af værdipapirhandelsloven, ønsker man nu at indsætte et nyt kapitel i aktieselskabsloven, som omhandler alt omkring overtagelsestilbud i børsnoterede selskaber. I årsregnskabsloven indsættes bestemmelser om de nye oplysningskrav, jf. art. 10 og

⁹⁶ Fordelingsreglen er ikke tænkt til dette formål, men nævnes at kunne anvendes analogt på denne situation. Eksemplet er givet af Bjørnholm og Trolle i Revision og Regnskab 1999:1, side 36. Tillige er de 50% udtrykkeligt nævnt i overtagelsesbekendtgørelsen.

endelig præciseres det i værdipapirhandelsloven hvornår bestemmelserne om tilbudsret- og pligt skal afgøres i henhold til værdipapirhandelsloven eller aktieselskabsloven.

Det er af flere omgange blevet påpeget, at direktivet ikke medfører væsentligt nyt. Det er imidlertid en sandhed med modifikationer. Set ud fra et helhedsindtryk af direktivet, så risikerer vi, at vi i år 2011 får en væsentlig mere hard-core version af direktivet, end den, som er blevet forelagt for os nu. I EU-sammenhænge har fremgangsmåden nemlig været brugt før, og Werlauff påpeger kraftigt, at det endnu er for tidligt at glæde sig.

Jeg har valgt at sætte fokus på tre artikler i direktivet; nemlig art. 10, 11 og 12. Art. 10 omhandler åbenhed og diskussion af værnene, og er et udtryk for en ekstrem åbenhed, sat i forhold til det, som vi kender fra i dag. Art. 10 indeholder krav om offentliggørelse af en række oplysninger i et selskabs årsrapport, herunder oplysninger om defensive foranstaltninger i selskabet, som har betydning for vurderingen af, om et overtagelsestilbud overhovedet vil kunne gennemføres med succes i et selskab.

Art. 11 omhandler gennembrud af værnene, og er nok den mest interessante af dem alle. Art. 11 omhandler neutralisering af de defensive vedtægts- og aftalemæssige foranstaltninger, og er delvist inspireret af Winter-rapportens forslag om neutraliseringsmekanismer. Art. 11 er dog også gjort valgfri (sammen med art. 9, stk. 2 og 3) for medlemsstaterne, dog således, at selskaberne skal have mulighed for at vælge bestemmelserne. Gennembrudsreglen i art. betyder, at der på den første generalforsamling efter gennemførelsen af et overtagelsestilbud, hvor tilbudsgiveren har erhvervet mindst 75% af stemmerne i målselskabet, vil visse bestemmelser kunne ophæves og dermed være uden virkning for tilbudsgiver. Det drejer sig blandt andet om stemmeretsbegrænsninger, ejerlofter og differentierede aktieklasser.

Udover at artikel 12 foreskriver valgfrihed med hensyn til artikel 9 og 11, giver den også ret til, at medlemsstaterne på de i national ret fastsatte vilkår kan fritage selskaber for anvendelsen heraf, hvis de bliver omfattet af et tilbud fra et selskab, der ikke anvender de samme artikler. Dvs., at et selskab, der er åbent for gennembrud kun kan overtages, hvis det overtagende selskab ligeledes er åbent. Denne gensidighedsregel er således indsat for at beskytte åbne selskaber mod tilbud fra tilsvarende lukkede selskaber.

Om nogle år, når vi formodentlig ser en væsentlig mere hård udgave af overtagelsesdirektivet, er der ikke længere nogen beskyttelse i de eksisterende overtagelsesværn. Selskaber, der ønsker at beskytte sig mod uinviterede overtagelsesforsøg, bør derfor alle nu forsøge at sikre sig på bedste

vis. Jeg har trukket Jyske Bank frem som et godt eksempel herpå, idet banken allerede ved årsskiftet mellem 2003/04 iværksatte tiltag, der på sigt skal erstatte de eksisterende værn. Jyske Bank er af flere blevet betegnet som danmarksmester i at beskytte sig, og denne titel bærer de ikke uden grund. De to fonde, som banken har oprettet, led dog under megen opmærksomhed, da de blev stiftet, eftersom banken naturligvis ønskede ”venligtsindede” fonde, som ville stemme *med* banken, i stedet for *mod* banken. Samtidig med oprettelsen af de to aktieopkøbende fonde, intensiveredes incitamentsprogrammer for ledelsen, aktieprogrammer for medarbejderaktier osv., således at banken får flest mulige aktier under egen kontrol.

Jeg har sluttet af med et par retlige og økonomiske betragtninger, som primært sætter spørgsmålstejn ved effektiviteten af et direktiv på området for virksomhedsovertagelser. Som det påvises, så klarer virksomheder med overtagelsesværn sig ikke dårligere end virksomheder uden overtagelsesværn. Desuden er det ikke nødvendigvis økonomisk hensigtsmæssigt at fremme et marked for virksomhedsovertagelser, eftersom det kan skabe nogle negative samfundsøkonomiske omkostninger. Dette sammenholdes med den manglende likviditet på det danske marked, hvorfor det typisk vil være de store virksomheder, der selv har tilstrækkelige økonomiske ressourcer, der vil opkøbe de mindre virksomheder, hvilket ikke altid er sammenfaldende med en effektiv ressourceallokering i samfundet.

Med ovenstående i betragtning, mener jeg således, at formålet med nærværende kandidatafhandling om overtagelse og overtagelsesværn, at belyse konsekvenserne og perspektiverne i overtagelsesdirektivet, er til ende. Og konklusionen er klar; konsekvenserne af ”det bløde direktiv” er rimelige overskuelige, mens de konsekvenser en ny version af direktivet i år 2011, for mange kan risikere at være meget uoverskuelige.

At Nørby-udvalget samtidig er kommet med et sæt nye anbefalinger, som skal kunne anvendes under det nye ’Comply or explain’-princip, gør det imidlertid ikke bedre. Ikke nok med, at ledelsen fremover *skal* følge, eller i det mindste forholde sig til anbefalingerne for god selskabsledelse, kan ledelsen således også blive pålagt at skulle følge de ellers valgfri ordninger, hvis ellers generalforsamlingen beslutter sig herfor.

English summary

In recent decades takeovers and takeover bids have dominated securities markets around the world. Lawmakers, supervisory authorities and the courts have struggled to find appropriate responses. Throughout the 1980's international securities markets were remarkable for the very considerable takeovers activity in which the UK and US markets led the way. Regardless of the extent or importance of takeover bids, the legal and economic problems triggered by this activity have given rise to much debate and regulation.

Takeovers highlight the question of the extent to which the requirement of company and securities law perform the fundamental function of protecting shareholders and investors when takeover bids are made to shareholders or when the company is taken over by a new majority shareholder. A fundamental principle of the organisation of companies is that the ultimate power of decision-making lies with the shareholders who exercise their voting rights at a general meeting of the company. In the exercise of their management functions, the Board of directors is under a duty to safeguard the interest both of the company and of its shareholders – the twin duty of care and loyalty. The question is how to ensure that it is the shareholders, rather than the Board, who decide on the position to adopt towards a bid.

The Board may have a special interest in a takeover. A majority takeover or a bid to buy shares may either be made with the agreement of the target company (a friendly takeover), or against the wishes of the Board (a hostile takeover). In most cases, and especially with hostile takeovers, there is a potential conflict of interest between the personal interest of the Board members, and the interest of the company or the shareholders. For shareholders to be able to decide on the acceptance of bids, they must be given the necessary basis on which to make an informed decision.

On the basis of the new Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21st April 2004 on takeover bids, this thesis has focused its attention on takeover and takeover bids, and provides a review and analysis of the regulations of takeovers in Denmark, especially with focus on article 10, 11 and 12. In this context which consequences and perspectives the new Directive of takeover bids will provide.

Litteratur

Paul Krüger Andersen og Nis Jul Clausen

- Børsretten (2. udg. 2000)
- Aktie- og anpartsselskabsret (7. udg. 2002)

Lennart Lynge Andersen m.fl.

- En fondsbestyrelses arbejde (2001)

Betænkning nr. 1229/1992

- om forenkling og fremtidstilpasning af selskabslovene

Nikolaj Bjørnvig og Eskil Trolle

- Sammenlægning af aktieklasser, (R&R 1999:1)

Jan Schans Christensen

- Ledelse og aktionærer, 6 essays om selskabs- og børsret (1992)
- God selskabsledelse, dansk corporate governance set i sammenhæng (2004)

Per Christensen

- Datterselskaber og associerede selskaber efter Årsregnskabsloven (R&R 1992:8)

Nis Jul Clausen m.fl.

- Takeover bids (1998)

Europa-kommissionen

- Forslag til 5. selskabsdirektiv
- Europa-Parlamentets og Rådes Direktiv 2004/25/EF af 21. april 2004 om overtagelsestilbud
- Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalgs udtalelse om Kommissionens forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om overtagelsestilbud (2003/C 208/15)

Erhvervsministeriet m.fl.

- Debatoplæg om Aktivt Ejerskab (1999)
- L155 (som fremsat), Forslag til lov om ændring af lov om værdipapirhandel m.v., lov om aktieselskaber, årsregnskabsloven og lov om forsikringsformidling (2005)

Erhvervsudvalget

- Høringsnotat vedr. udkast til forslag til lov om ændring af lov om værdipapirhandel m.v., lov om aktieselskaber, årsregnskabsloven og lov om forsikringsformidling (2005)

Bernhard Gomard

- Stemmeretten i aktieselskaber i EF og i Danmark (R&R 1993:1)

Jens Møller

- Lovsamlingen 2003 (11. udg. 2003)

Niels Erik Nielsen m.fl.

- Overtagelsestilbud (2004)

Nørby-udvalgets rapport om Corporate Governance i Danmark

- Anbefalinger for god selskabsledelse i Danmark (2001), (2003) og (2005)

Peter Schaumburg-Müller og Erik Bruun Hansen

- Dansk Børsret (2. udg. 1996)

Caspar Rose

- EU's overtagelsesdirektiv – nogle retlige og økonomiske betragtninger (2004)

Settnes, Dam Nielsen og Schou

- Fondsbørsens vejledning om overtagelsestilbud

Eskil Trolle

- Nye tendenser i skandinavisk selskabsret (1995)

Ugebrev for bestyrelser

- Selskabsledelse i 100 børsnoterede selskaber (2004)

Thomas Weincke og Christian Hassel

- Lettere adgang til virksomhedsovertagelser? (R&R 1999:2)

Erik Werlauff

- Børs- og kapitalmarkedsret (2. udg. 2000)
- Københavns Fondsbørs Månedssrapport nr. 280 (sep. 1995)
- Selskabsskatteret (6. udg. 2004/05)
- Selskabsret (5. udg. 2003)
- UfR 1995 B, s. 311
- UfR 2005 B, s. 82 ff., Kapital og stemmeret (2005)
- Juridisk kommentar, Stemmeloft, ejerbegrænsning, A- og B-aktier: Nu kræves der rettidig omhu af danske selskaber, hvis værnene mod uinviteret overtagelse skal bevares.

Henrik Zahle

- Responsumsvar til DI: Redegørelse om 73b22 (2003)
- Selskabskontrol og grundlovens § 73

Kendelser fra Landsskatteretten

- LSR 620-8819-361 af 12. februar 1993: Bindende forhåndsbesked – vedtægtsændring – A- og B-aktier – Aktieafståelse – Fondsaktier (R&R 1993:7)

Afgørelser fra skatteministeriet

- TS af 24/8 1999, 99/99-4314-00765: Tilførsel af aktiver – Vederlag – A-/B-aktier – Fortrinsret til udbytte (R&R 1999:11)

Årsrapporter:

- Bonusbankens Årsrapport 2004
- Jyske Banks Årsrapport 2004
- TDC Årsrapport 2004

Artikler:

- Lene Andersen, Jyllandsposten, Selvstændigheden kommer først, 31. januar 2004
- Lene Andersen, Jyllandsposten, Forsvar: Frihed eller døden, 8. februar 2004
- Lene Andersen, Jyllandsposten, Pengeinstitutter: Jyske Bank-formand ønsker nye aktieværn, 15. marts 2004
- Tine Eiby, Weekendavisen, Kan det være så svært?, 11. juni 2004
- Laurits Harmer Lassen, Dagbladet Børsen, EU garderer sig, 1. marts 2004

Hjemmesider:

- Sophus Berendsen, www.berendsen.com
- Dagbladet Børsens, www.borsen.dk
- Københavns Fondsbørs, www.cse.dk
- Euroinvestor, www.euroinvestor.com
- Bonusbanken, www.bonusbanken.dk
- Max Bank, www.maxbank.dk
- ISS, www.iss.dk
- TDC, www.tdc.dk
- Folketinget, www.folketinget.dk
- Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, www.eogs.dk
- Jyllandsposten, www.jp.dk
- Økonomi- og Erhvervsministeriet, www.oem.dk
- Københavns Fondsbørs komité for god selskabsledelse, www.corporategovernance.dk